

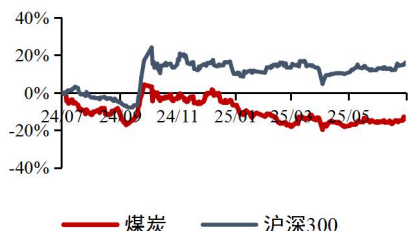
煤炭

2024 年报及 2025 年一季报综述 同步大市-A(维持)
盈利能力尚可，红利价值仍有交易空间

2025 年 7 月 5 日

行业研究/行业分析

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证煤炭】煤炭进口数据拆解：25 年 5 月进口加速收缩 2025.7.2

【山证煤炭】煤炭扩储行为研究之一：直面“矿王” 2025.7.2

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

投资要点：

➢ 行业基本面观察：2024 年国内煤炭供需宽平衡，内产先抑后扬，进口全年超预期；需求则受宏观经济及能源转型影响增速不足，煤炭价格中枢回落。2024 年全国煤炭产量实现 47.59 亿吨，较去年同比上涨 2.16%，全年煤炭产量增加 1.01 亿吨。晋陕蒙新四省（区）实现原煤产量合计 38.9 亿吨，占全国产量 81.7%，同比 2023 年提高 0.4 个百分点，尤其新疆地区大型煤炭基地建设加快，产能增加较快，2024 年“疆煤外运”突破 1.3 亿吨，成为内地煤炭市场的主要增量，对煤炭市场供需影响较大。受国际煤炭贸易利润导向影响，中国煤及褐煤进口量实现 5.43 亿吨，同比高位增加 14.39%。2024 年，我国火电发电量实现 63438 亿千瓦时，同比增长 1.80%，增速降低主要受来水偏丰影响，水电及新能源对火电形成一定的替代，火电发电量占比 67.36%，同比降低近 2.59 个百分点。2025Q1 火电发电量 15327 亿千瓦时，同比降低 4.37%；广州港山西优混库提价均价 730.56 元/吨，同比降低 19.51%。

➢ 报表总结：2024 年样本公司煤炭产增销减，同时，受煤价下行及成本刚性影响，板块归母净利同比回落。但市值管理得到重视，煤炭板块分红比例进一步提高。2025Q1 煤价弱势震荡，归母净利润同比也有所回落。2024 年煤炭上市公司产量同比继续增长，但因 2024 年上半年山西限产影响，整体产量增速明显降低。25 家样本煤炭上市公司合计实现煤炭产量 12.09 亿吨，同比增长 0.62%，增幅较上年降低 6.41 个百分点；实现煤炭销量 12.56 亿吨，同比变化-0.57%。25 家样本煤炭上市公司煤炭销售价格（算数平均）为 622 元/吨，同比-7.54%；吨煤成本全年平均 368.86 元/吨，同比变化+0.03%。平均吨煤毛利（简单平均）为 253.26 元/吨，同比-16.71%。平均吨煤净利为 92.49 元/吨，同比-21.48%。2024 年 25 家样本公司合计分红金额（已宣告，含回购）879 亿元，同比减少 14.99%；分红总额占归母净利润的比例约为 60.82%，同比继续提高 2.29 个百分点。剔除神华后的 24 家公司合计分红金额 430 亿元，同比降低 26.51%，分红比例约为 50.08%，同比提高 0.07 个百分点。2024 年中信二级行业煤炭开采及洗选板块整体资产负债率 44.53%，同比降低 0.25 个百分点；2025Q1 板块整体资产负债率 44.10%，同比继续下降 0.66 个百分点，资产结构进一步改善。

➢ 指标排名：煤炭产、销量以增为主，营收及盈利普遍回落。2024 年煤炭上市公司产、销量区域不平衡，山西地区普遍降低。除山西外，安全形势一般且资源禀赋较差的地区，煤炭公司产销量也受到影响。2025 年以来，山西省由于低基数原因，上市公司的煤炭产销量预计将有所恢复，但煤炭价格中



枢回落对煤炭产销也有一定的影响，预计资源禀赋较差、采掘成本较高的公司煤炭产销量将继续下滑。2024 年，产量和销量增幅在 5% 以上的公司分别为 5 家和 4 家，同比明显减少。产量增幅最大的 5 家公司分别为兖矿能源、上海能源、大有能源、昊华能源和永泰能源；销量增幅最大的前 5 家公司分别为开滦股份、兖矿能源、昊华能源、永泰能源和陕西煤业。从营业总收入增长幅度来看，2024 年增幅为正的公司仅有两家昊华能源和陕西煤业；2025Q1 仅有一家为昊华能源，主要因产能释放，以量补价导致。2024 年归母净利润为正且实现同比正增长的有郑州煤电、新集能源和陕西煤业；2025Q1 增幅排名靠前且盈利为正的公司仅有陕西煤业。

➤ **投资策略：**2024 年，市场对煤炭板块业绩走低有预期，但头部公司通过降本增效，以量补价等措施，业绩实际表现好于预期。2025Q1 煤炭价格中枢有所降低，煤炭公司业绩普遍下台阶。但考虑高成本煤矿进入亏损区间，增产乏力，预计后期国内煤炭生产供给增速将继续降低，同时，临近夏季备库需求释放，叠加关税环境改善，非电需求底部抬升；内外贸价格继续倒挂下，进口煤增速或将回落，国内动力煤价格进一步下跌空间不大，双焦价格弹性仍存。资金面来看，降准降息释放流动性，保险等长期资金入市大势所趋，叠加龙头煤企业绩尚可且日益重视投资者回报，向市场传递信心，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。

风险提示：经济衰退；供给释放超预期；进口超预期；海外煤价大幅下跌；安全、环保风险及其他扰动因素。

目录

1. 行业基本面观察：煤价中枢回落，供需平衡有望回归.....	5
1.1 供给：新增产能释放，国内煤炭供给能力增加。.....	5
1.2 需求：电需为主，煤炭消费整体小幅增长.....	6
1.3 进口：煤炭贸易利润导向，进口煤炭大幅增加.....	8
1.4 价格：煤价中枢整体继续回落，高成本煤矿预计进入亏损区间.....	9
2. 报表总结：2024 年报及 2025Q1 盈利明显回落.....	12
2.1 2024 年及 2025Q1 板块归母净利同比回落.....	12
2.2 产、销量增速下滑，价格回落吨煤毛利降低.....	13
2.3 平均吨煤毛利随售价有所降低.....	15
2.4 分红比例继续有所提高.....	15
2.5 市场利率下行，资产负债表进一步修复.....	16
3. 指标排名：煤炭产、销量以增为主，营收及盈利普遍回落.....	17
4. 投资策略：关注度夏需求及非电回暖.....	21
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：2024 年国内煤炭产量及增速.....	5
图 2：2024 年国内煤炭月度产量及同比、环比增速.....	5
图 3：2024 年火电产量及同比增速.....	6
图 4：2024 年水泥产量及同比增速.....	6
图 5：2024 年焦炭产量及增速.....	7
图 6：2024 年生铁产量及增速.....	7
图 7：2024 年煤炭进口量及增速.....	8
图 8：2024 年分煤种进口量.....	8
图 9：分国别动力煤进口量（万吨）.....	8
图 10：分国别炼焦煤进口量（万吨）.....	8
图 11：山西优混 Q5500 市场价走势.....	9
图 12：山西优混均价走势.....	9
图 13：2024 年炼焦煤内外贸价格及价差.....	10
图 14：2024 年炼焦煤价格中枢有所回落.....	10
图 15：2024 年焦炭价格中枢回落.....	11
图 16：2024 年焦炭利润维持偏低水平.....	11
图 17：2011-2024 年中信煤炭开采洗选板块平均销售毛利率与净利率.....	13
图 18：2015-2024 年煤炭上市公司产、销量及增速.....	13
图 19：2015-2024 年 25 家样本煤炭上市公司平均吨煤售价及吨煤成本.....	14
图 20：2015-2024 年样本煤炭上市公司（25 家）平均吨煤毛利和净利.....	15
图 21：2015-2024 年煤炭上市公司分红金额及分红比例.....	15
图 22：2011-2024 年中信煤炭板块应收账款及应收票据占营业收入比重.....	17
图 23：2011-2024 年中信煤炭板块经营现金流量净额/归母净利润.....	17
图 24：2011-2024 煤炭上市公司资产负债率.....	17

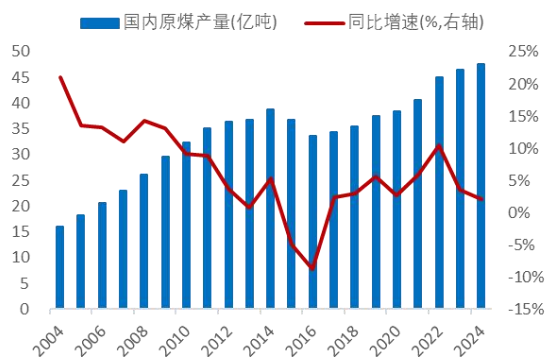
表 1：2024 年分省份煤炭产量、增速及增量贡献率.....	6
表 2：煤炭板块利润表（中信煤炭开采洗选板块合计） 单位：亿元， %.....	12
表 3：2024 年煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位：万吨， %.....	18
表 4：2024 年报及 2025Q1 煤炭上市公司营业总收入及增速 单位：亿元， %.....	19
表 5：2024 年报及 2025Q1 煤炭上市公司归母净利润及增速 单位：亿元， %.....	20

1. 行业基本面观察：煤价中枢回落，供需平衡有望回归

1.1 供给：新增产能释放，国内煤炭供给能力增加。

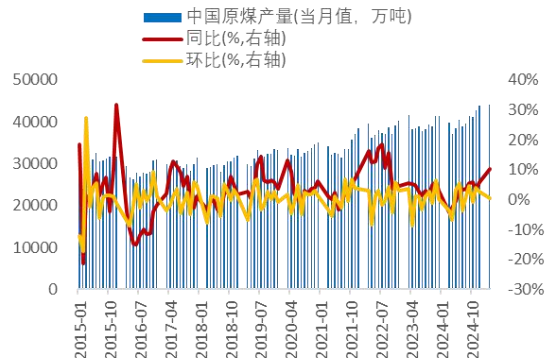
先抑后扬，国内产量再创新高。2024 年全国煤炭产量实现 47.59 亿吨，较去年同比上涨 2.16%，全年煤炭产量增加 1.01 亿吨。同时，由于上半年安全监察趋严等因素影响，全年产量增速先低后高形态，2024H1 累计煤炭产量 22.66 亿吨，同比下降 1.52%；2024H2 累计产量 24.93 亿吨，同比增长 5.75%。2025 年以来供给正常，2025Q1 产量 12.03 亿吨，受 2024 年同期低基数影响，增速实现 8.78%。

图 1：2024 年国内煤炭产量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：2024 年国内煤炭月度产量及同比、环比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

供给结构进一步向西部集中，晋陕蒙新贵外地区产量重回缩量。“十四五”以来，中国西部地区原煤产量由 23.2 亿吨增加到 30.4 亿吨，占全国的比重增加 4.2 个百分点；中部地区原煤产量从 13.1 亿吨增加到 15.0 亿吨，占比下降 2.2 个百分点；东部地区占比下降 1.5 个百分点；东北地区占比下降 0.5 个百分点。分省份来看，2024 年，晋陕蒙新四省（区）实现原煤产量合计 38.9 亿吨，占全国产量 81.7%，同比 2023 年提高 0.4 个百分点，比“十三五”末的 2020 年提高 3.4 个百分点。2024 年全国煤炭产量增量约 1.0 亿吨全部由陕蒙新提供，除四省（区）外的其他产煤地区合计煤炭产量 8.7 亿吨，同比减少 17 万吨。值得注意的是，2024 年山西省煤炭产量由于前半年的安全整改导致减少 8784 万吨，而新疆和内蒙分别增加 8405、8588 万吨；其中新疆地区大型煤炭基地建设加快，产能增加较快，2024 年“疆煤外运”突破 1.3 亿吨，成为内地煤炭市场的主要增量，对煤炭市场供需影响较大。2025Q1 山西累计原煤产量 3.25 亿吨，

同比增幅 19.80%，基本恢复正常生产水平。

表 1：2024 年分省份煤炭产量、增速及增量贡献率

	当年产量 (万吨)	上年产量 (万吨)	增速 (%)	增量 (万 吨)	增量贡献 (%)
全国合计	475896	465838	2.16%	10058	100.00%
山西	126874	135658	-6.48%	-8784	-87.34%
内蒙古	129687	121099	7.09%	8588	85.38%
陕西	78004	76137	2.45%	1867	18.56%
新疆	54077	45673	18.40%	8405	83.56%
贵州	14497	13122	10.48%	1375	13.67%
其他省份	72758	74149	-1.88%	-1392	-13.84%

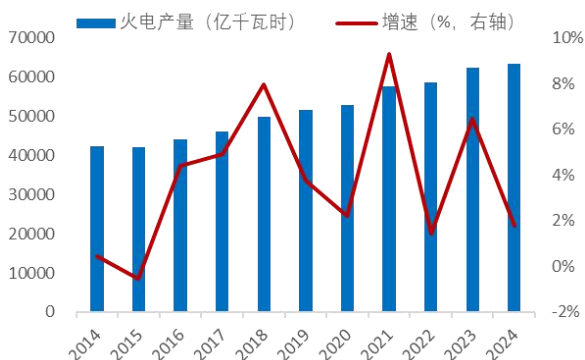
资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 需求：电需为主，煤炭消费整体小幅增长

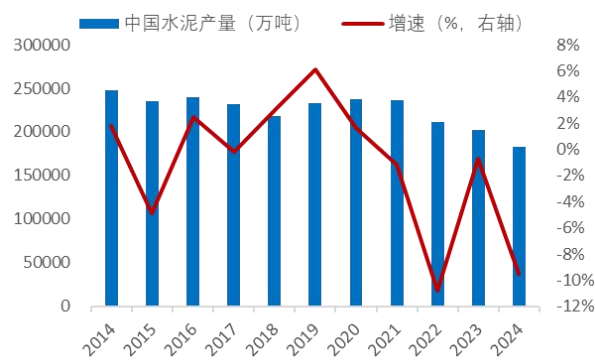
2024 年火电发电量增速上行，仍是煤炭消费主力。2024 年，面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，国民经济运行总体平稳、稳中有进，一揽子增量政策推动社会信心有效提振、经济继续回升，经济社会发展主要目标任务顺利完成。2024 年国内生产总值 1282321 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。受宏观经济增长影响，电力需求也有所增加。2024 年，我国火电发电量实现 63438 亿千瓦时，同比增长 1.80%，增速降低主要受来水偏丰影响，水电及新能源对火电形成一定的替代，但火电维持正增速，电煤需求保持增长。2024 年火电发电量占比 67.36%，同比降低近 2.59 个百分点，仍是我国电力市场主要构成，是能源保供的“稳定器”。2025 以来我国经济韧性明显，2025Q1 我国发电量累计 22699 亿千瓦时，同比增长 1.46%，但受气候偏暖等影响，火电发电量 15327 亿千瓦时，同比降低 4.37%。

图 3：2024 年火电产量及同比增速

图 4：2024 年水泥产量及同比增速



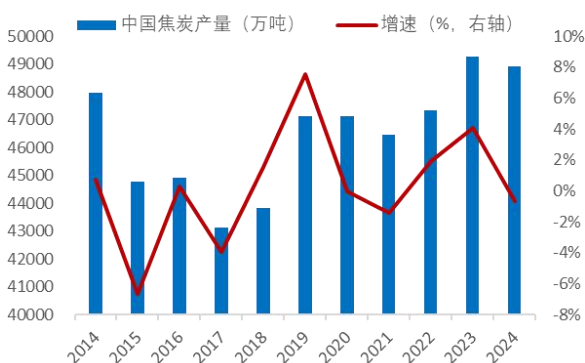
资料来源: wind, 山西证券研究所



资料来源: wind, 山西证券研究所

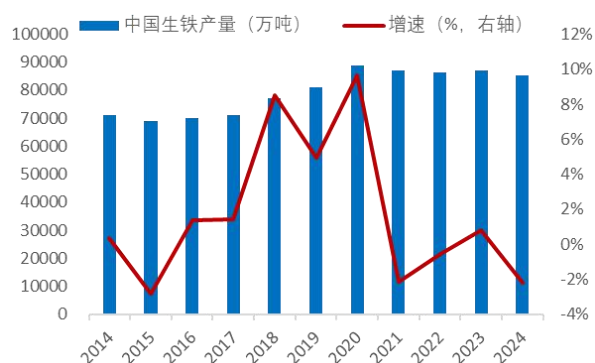
地产弱势延续，但制造业需求复苏，钢铁产量增长提振煤炭需求。2024 年全国固定资产投资（不含农户）514374 亿元，比上年增长 3.2%，分领域看，基础设施投资增长 9.2%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.8%。受地产复苏较慢等因素影响，2024 年国内水泥产量实现 18.25 亿吨，同比降 9.5%；国内焦炭产量实现 4.89 亿吨，同比减少 0.68%；生铁产量实现 8.52 亿吨，同比减少 2.21%。2025Q1 水泥、焦炭、生铁产量同比增速分别为-1.40%、+2.40%和+0.80%；地产弱势对下游仍有所制约，但随着稳经济措施效果显现，以及成本下降导致的利润改善影响，焦炭、生铁产量有所改善。

图 5：2024 年焦炭产量及增速



资料来源: wind, 山西证券研究所

图 6：2024 年生铁产量及增速

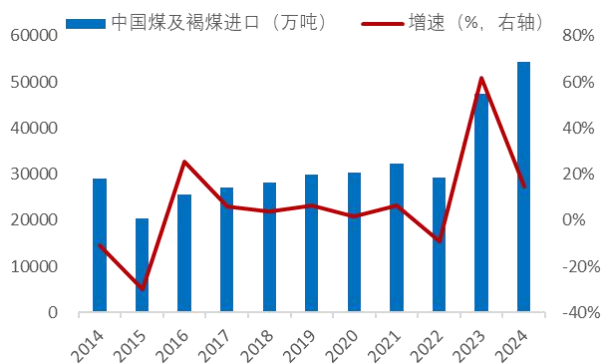


资料来源: wind, 山西证券研究所

1.3 进口：煤炭贸易利润导向，进口煤炭大幅增加

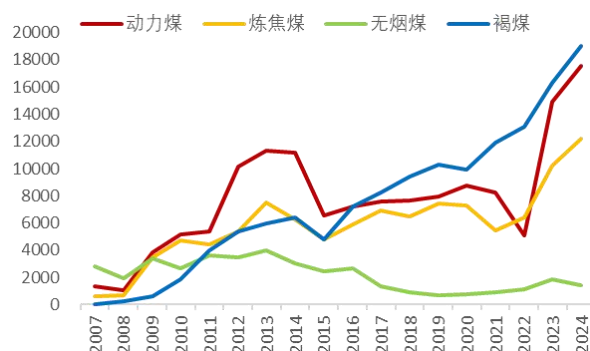
2024 进口煤增量仍大，但贸易价差回落，2025Q1 同比减少。2024 年一方面国际能源价格尤其天然气中枢大幅下降，导致欧美煤炭需求下行，国际煤炭价格走低；另一方面，亚洲通胀压力不大，中国、印度等国家经济复苏，国际煤炭贸易中心重新向亚洲转移；同时，需求导致国内煤炭价格回落小于海外，国内煤价尤其是动力煤价格与海外价差回正，导致进口煤炭同比继续增加。2024 年中国煤及褐煤进口量实现 5.43 亿吨，同比增加 14.39%。从结构上看，进口增量也主要来自于褐煤和动力煤，2024 年中国动力煤及褐煤进口增量分别为 2668 万吨和 2723 万吨，增幅分别为 17.91%和 16.69%；炼焦煤进口增加也比较多，增量 1999 万吨，增幅 19.62%。2025 年以来，国内煤炭价格中枢回调，贸易价差收窄甚至倒挂，预计 2024 年我国煤炭进口增量有限，2025Q1 煤及褐煤进口量累计 1.15 亿吨，同比-0.9%，环比-25.21%。

图 7：2024 年煤炭进口量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：2024 年分煤种进口量

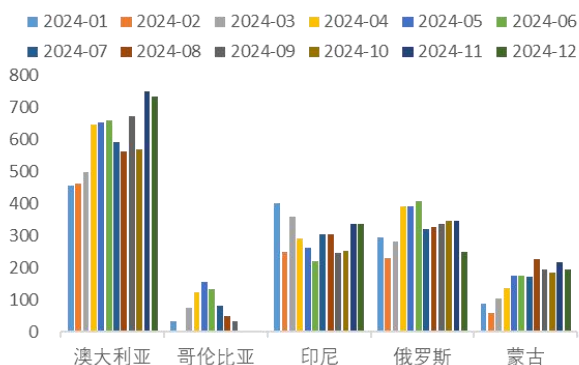


资料来源：wind，山西证券研究所

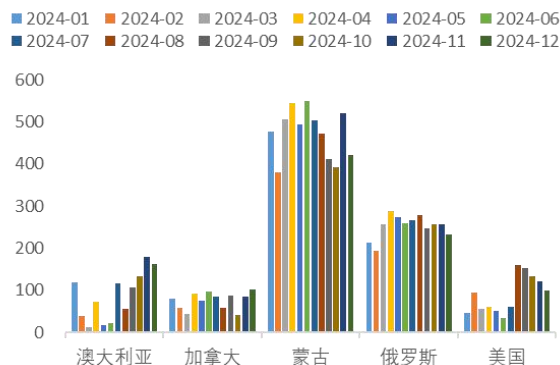
澳煤放开增加进口煤来源，俄煤增速降低。分国别来看，俄罗斯、澳大利亚、蒙古、印尼仍是中国主要煤炭进口国，分别进口 8843 万吨、8324 万吨、7878 万吨和 6940 万吨，分别同比增长-13.0%、58.7%、17.3%和 5.7%。其中，蒙煤进口炼焦煤 5679 万吨，贡献了焦煤进口量的 46.6%。

图 9：分国别动力煤进口量（万吨）

图 10：分国别炼焦煤进口量（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

1.4 价格：煤价中枢整体继续回落，高成本煤矿预计进入亏损区间

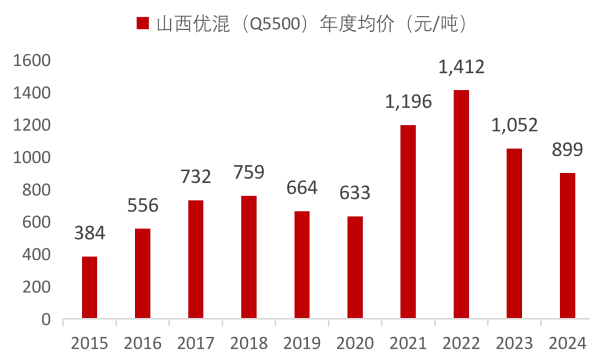
供需弱平衡，2024 年动力煤价格中枢有所回落。2024 年动力煤压力最大的淡季是 3-4 月，属于电煤的需求淡季，非电煤（主要是钢铁、水泥行业）需求成为决定煤炭价格的核心驱动力。而从宏观的角度，非电煤的钢铁、水泥都是与地产新开工及基建有比较大的关联性，2024 年的下游需求组合表现同比较差，导致煤炭价格未能延续淡季不淡行情。6 月受水电大增影响，电煤“旺季不旺”。6 月规上水电大增 46.4%，水电发电量已经达到历史高位。这也导致 6 月火电旺季发电量同比却大幅下降 6.9%。同时煤炭进口保持 12%左右的高位，全国煤炭产量边际恢复，在供需双重压力下 6 月煤价低于预期，但底部韧性十足，广州港山西优混二季度均价维持 890 元/吨以上。9-10 月为传统淡季，但受超越往年的炎热天气影响，9 月火电发电增速达到 9.6%，拉动煤炭日耗 9 月底前依然保持旺季需求态势，带动煤炭价格不跌反升。10 月以来日耗虽然回归淡季强度，但整体供需依然较为稳定，煤炭价格平均值稳定在 830 元/吨以上，底部较 23 年同期的 800 元/吨明显抬升。11-12 月，北方地区全面进入集中供暖旺季，但进口超预期对煤价形成压制，广州港山西优混 Q4 均价 877 元/吨，环比下跌了 2.2%。广州港山西优混全年均价 899.4 元/吨，同比降低了 14.5%。2025 年以来，动力煤价格中枢受天气偏暖及新能源发力影响继续降低，2025Q1 广州港山西优混库提价均价 730.56 元/吨，同比降低 19.51%。

图 11：山西优混 Q5500 市场价走势

图 12：山西优混均价走势



资料来源: wind, 山西证券研究所



资料来源: wind, 山西证券研究所

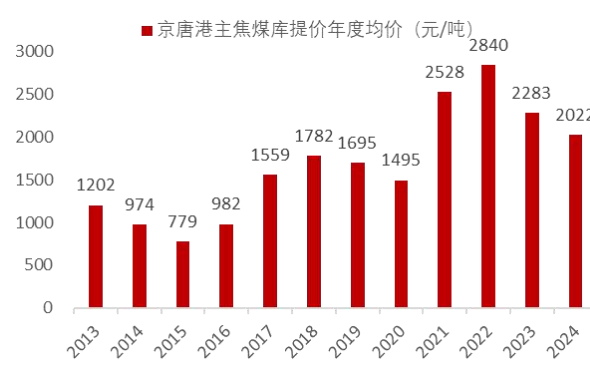
炼焦煤方面，2024 年供需整体趋松，价格中枢明显降低。2024 年，虽然受山西安监影响，国内炼焦煤产量下降，但进口量大幅增长补充供给，而需求端钢铁虽然制造业用钢需求强劲，出口较强，但仍无法弥补内需地产和基建需求下降，炼焦煤供需趋松，价格震荡下跌。尤其是下半年以来，山西产量逐步恢复，进口量维持高位，需求没有明显提升下，供需进一步宽松，炼焦煤价格进一步下跌，2024 年京唐港主焦煤库提价均价 2022 元/吨，同比降低 11.4%。2025 年以来，受关税波动等影响，非电需求复苏较慢，炼焦煤价格中枢继续走低，Q1 京唐港主焦煤库提价均价 1442 元/吨，同比降低 40.2%。

图 13：2024 年炼焦煤内外贸价格及价差



资料来源: wind, 山西证券研究所

图 14：2024 年炼焦煤价格中枢有所回落



资料来源: wind, 山西证券研究所

焦炭成本坍塌，价格整体走低，利润维持偏低水平。2024 年天津港一级冶金焦价格均价为 2045 元/吨，同比变化-15.70%；受钢材量价下行影响，虽然炼焦煤价格同比下滑，但 2024 年焦炭行业利润仍然较差，我们测算的上半年拟合焦化厂利润为-648 元/吨，下半年-569 元/吨，

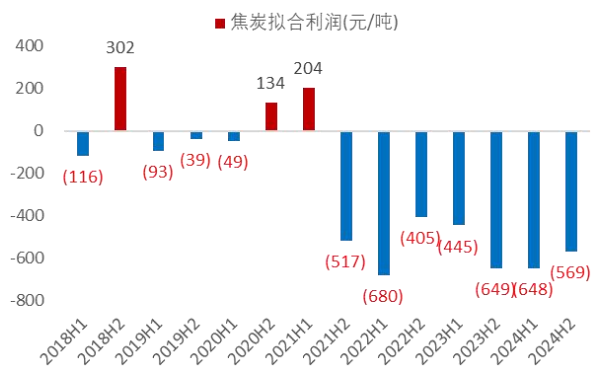
下半年受炼焦煤成本下降影响，焦化拟合利润有所改善，但仍处于偏低水平。2025 年以来，炼焦煤价格中枢继续走低，下游开工一般，焦炭价格中枢也有所下降，2025Q1 天津港一级冶金焦价格均价为 1606 元/吨，同比变化-30.14%，焦化盈利仍差。

图 15：2024 年焦炭价格中枢回落



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：2024 年焦炭利润维持偏低水平



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 报表总结：2024 年报及 2025Q1 盈利明显回落

2.1 2024 年及 2025Q1 板块归母净利同比回落

2024 年中信二级行业煤炭开采洗选板块上市公司合计收入 13163 亿元，同比-4.38%，实现合计归母净利 1510 亿元，同比-19.12%；扣非后归母净利 1496 亿元，同比-20.83%。业绩回落主要受煤价中枢走低影响。分季度来看，2024Q1、Q2、Q3、Q4 分别合计实现收入 3286、3253、3278、3346 亿元，同比分别变化-13.81%、-7.55%、-5.62%和+6.07%；2024Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现归母净利润 418、391、399、302 亿元，同比分别变化-34.97%、-13.60%、-9.90%和-9.71%。2025 年以来，受偏暖气候及外贸预期较差影响下，国内煤炭价格中枢继续有所回落，对煤炭业绩影响负面。2025Q1 煤炭采选板块营收合计 2690 亿元，同比-18.15%；实现归母净利润合计 293 亿元，同比-29.92%。

表 2：煤炭板块利润表（中信煤炭开采洗选板块合计） 单位：亿元，%

	2024A	2023A	YoY	2024Q1	QoQ	2024Q2	QoQ	2024Q3	QoQ	2024Q4	QoQ	2025Q1	QoQ
营业总收入	13,162.93	13,765.57	-4.38%	3286.22	-13.81%	3253.07	-7.55%	3278.1	-5.62%	3345.54	6.07%	2689.86	-18.15%
营业总成本	10,847.66	10852.31	-0.04%	2,635.95	-8.65%	2,664.75	-4.90%	2,679.60	-4.15%	2,867.35	12.04%	2263.69	-14.12%
毛利率	17.59%	21.16%	-16.89%	19.79%	-18.64%	18.09%	-11.20%	18.26%	-6.46%	14.29%	-24.21%	15.84%	-19.93%
营业费用	870.16	891.49	-2.39%	199.29	2.77%	207.64	4.02%	212.90	-7.45%	250.33	-6.57%	193.17	-3.07%
营业费用率	6.61%	6.48%	2.08%	6.06%	19.25%	6.38%	12.51%	6.49%	-1.94%	7.48%	-11.92%	7.18%	18.42%
财务费用	144.82	159.09	-8.97%	37.30	-0.40%	39.45	17.24%	35.42	-22.71%	32.65	-22.56%	36.22	-2.90%
财务费用率	1.10%	1.16%	-4.80%	1.14%	15.56%	1.21%	26.81%	1.08%	-18.11%	0.98%	-26.99%	1.35%	18.63%
利润总额	2,467.59	3009.20	-18.00%	668.25	-31.66%	639.69	-13.47%	640.75	-10.55%	518.91	-10.88%	468.29	-29.92%
利润率	18.75%	21.86%	-14.24%	20.33%	-20.71%	19.66%	-6.41%	19.55%	-5.22%	15.51%	-15.98%	17.41%	-14.39%
所得税	528.71	647.85	-18.39%	137.36	-28.52%	136.82	-18.52%	130.38	-12.98%	124.15	-10.00%	94.33	-31.33%
有效税率	4.02%	4.71%	-14.65%	4.18%	-17.07%	4.21%	-11.87%	3.98%	-7.80%	3.71%	-15.15%	3.51%	-16.10%
净利润	1,938.88	2361.35	-17.89%	530.88	-32.43%	502.88	-11.99%	510.37	-9.91%	394.76	-11.03%	373.96	-29.56%
销售净利率	14.73%	17.15%	-14.13%	16.15%	-21.60%	15.46%	-4.80%	15.57%	-4.54%	11.80%	-16.12%	13.90%	-13.94%

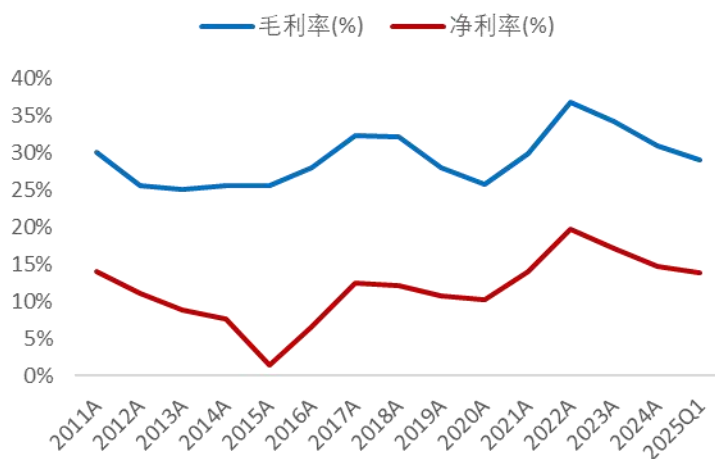
资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，受煤价影响，行业毛利率与净利率也有所降低。2024 年煤炭价格中枢



继续回落，中信二级行业煤炭开采洗选板块整体销售毛利率 30.95%，同比下降 3.40 个百分点；销售净利率 14.73%，同比下降 2.41 个百分点。2025 Q1 煤价延续弱势，煤炭采选板块盈利能力相对回落，行业整体销售毛利率 29.07%，同比降低 2.05 个百分点；销售净利率 13.90%，同比降低 2.26 个百分点。

图 17：2011-2024 年中信煤炭开采洗选板块平均销售毛利率与净利率

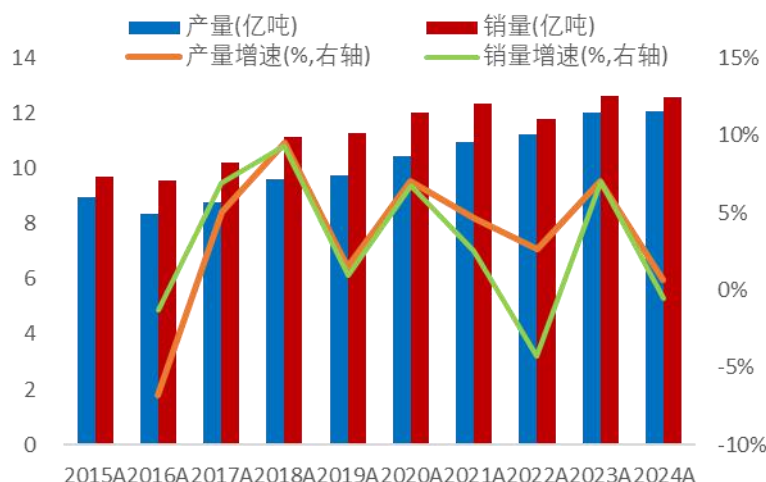


资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 产、销量增速下滑，价格回落吨煤毛利降低

受煤炭行业景气周期影响，2021 年以来新增产能释放落地影响以及并购重组置入煤矿资产等因素影响，2024 年煤炭上市公司产量同比继续增长，但因 2024 年上半年山西限产影响，整体产销量增速明显降低。25 家样本煤炭上市公司合计实现煤炭产量 12.09 亿吨，同比增长 0.62%，增幅较上年降低 6.41 个百分点；实现煤炭销量 12.56 亿吨，同比变化-0.57%。2024 年，全球地缘政治危机继续，海外经济复苏动力不足，导致国际煤炭价格下跌，国内煤炭进口同比增速较大，对国内煤炭市场形成竞争，国内高成本煤炭销售受到影响，整体也有所下滑。

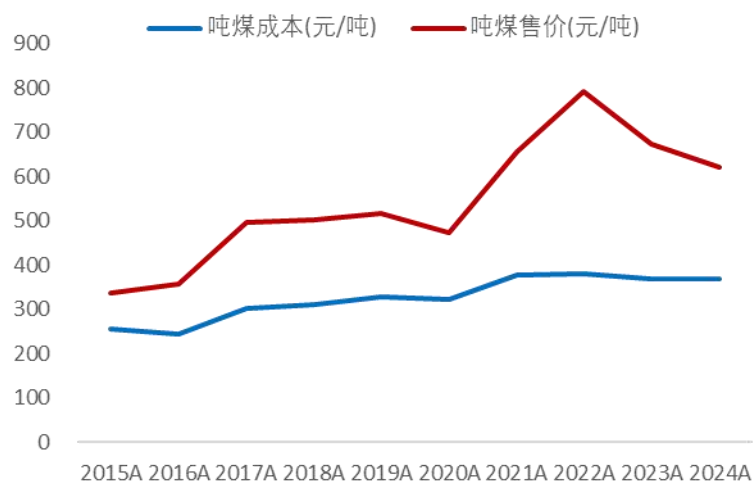
图 18：2015-2024 年煤炭上市公司产、销量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

2024 年煤炭上市公司煤炭销售价格（算数平均）为 622 元/吨，同比降低 7.54%；受行业供需影响，煤炭销售价格中枢明显降低，但相对十三五期间均价仍高出 32.50%。成本方面，受整体产量规模增速下降及煤炭开成本相对刚性影响，虽然行业普遍采取降本增效措施，但 2024 年煤炭板块吨煤成本降幅不明显，全年平均 368.86 元/吨，同比变化+0.03%。

图 19：2015-2024 年 25 家样本煤炭上市公司平均吨煤售价及吨煤成本

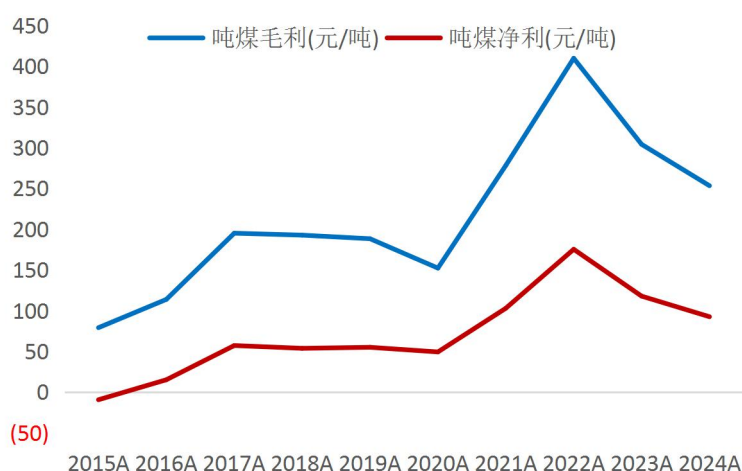


资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 平均吨煤毛利随售价有所降低

受煤价下行，但成本刚性影响，煤炭公司平均实现吨煤毛利有所降低，25 家样本公司平均吨煤毛利（简单平均）为 253.26 元/吨，同比减少 16.71%。25 家煤炭上市公司平均吨煤净利为 92.49 元/吨，同比减少 21.48%。2024 年吨煤毛利与吨煤净利仍高出“十三五”期间平均水平 50.44%和 100.86%，虽然同比回落，但仍具备一定的盈利能力。

图 20：2015-2024 年样本煤炭上市公司（25 家）平均吨煤毛利和净利



资料来源：wind，山西证券研究所

2.4 分红比例继续有所提高

随着市值管理在证券行业监管中的重要性明显提升，煤炭行业上市公司的分红意愿及分红比例均有明显改善，尤其是除重点公司如中国神华、陕西煤业等以外的公司也开始重视股东回报，2016 年以来煤炭上市公司分红意愿及分红比例持续提升。但受煤炭行业盈利波动影响，分红金额有所降低。2024 年 25 家样本公司合计分红金额（已宣告，含回购）879 亿元，同比减少 14.99%；分红总额占归母净利润的比例约为 60.82%，同比继续提高 2.29 个百分点。剔除神华后的 24 家公司合计分红金额 430 亿元，同比降低 26.51%，分红比例约为 50.08%，同比提高 0.07 个百分点。除分红比例提高外，煤炭板块分红频次也有所提供，多家上市公司公布中期分红预案，提高投资者的获得感。

图 21：2015-2024 年煤炭上市公司分红金额及分红比例



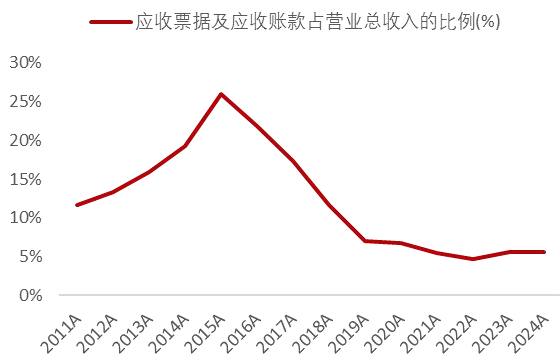
资料来源：wind，山西证券研究所

2.5 市场利率下行，资产负债表进一步修复

受益于煤炭板块的毛利率和净利率维持一定水平，煤炭上市公司仍具备一定的盈利能力，2024 年煤炭板块毛利率及净利率虽有所下滑，但受益于整体市场利率的下行，煤炭行业融资环境相对仍然宽松，资产负债表有所改善。2024 年板块煤炭上市公司应收账款及应收票据总额占营业收入的比例为 5.62%，同比提高 0.09 个百分点，但相对也处于低位；2025Q1 应收占营业总收入的比例为 29.33%，同比提高 3.29 个百分点。2024 年年报板块经营现金流量净额与归母净利润的比值为 1.78 倍，同比提高 21.43 个百分点；2025Q1 板块经营现金流量净额与归母净利润的比值为 1.17 倍，同比降低 13.05 个百分点；煤炭上市公司经营获现能力尚可。

2021 年以来随着利率环境宽松及煤炭行业景气度回升，板块资产负债率持续走低。2024 年中信二级行业煤炭开采及洗选板块整体资产负债率 44.53%，同比降低 0.25 个百分点；2025Q1 板块整体资产负债率 44.10%，同比继续下降 0.66 个百分点，资产结构进一步改善。上市公司负债普遍在合理水平，但表现也有所分化，资源禀赋较差的公司负债率有所提高，头部企业则继续降低。截止 2025 年 3 月底，资产负债率仍在 70% 以上公司仅有安源煤业（99.89%）、郑州煤电（77.87%）、盘江股份（74.89%）、大有能源（70.61%）；分别同比增加了 4.34、-0.94、8.97、4.97 个百分点。头部公司如中国神华、中煤能源、陕西煤业、兖矿能源等负债率则同比变化了 +0.14、-1.35、+7.79、-2.65 个百分点。

图 22：2011-2024 中信煤炭板块应收账款及应收票据占营业收入比重



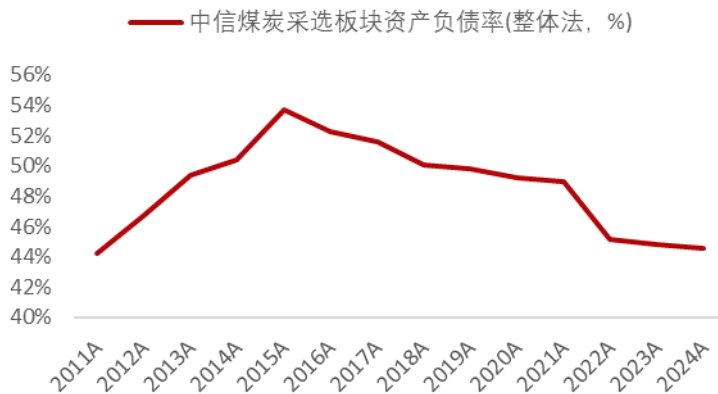
资料来源：wind，山西证券研究所

图 23：2011-2024 中信煤炭板块经营现金流量净额/归母净利润



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：2011-2024 煤炭上市公司资产负债率



资料来源：wind，山西证券研究所

3. 指标排名：煤炭产、销量以增为主，营收及盈利普遍回落

2024 年煤炭上市公司产、销量区域不平衡，山西地区普遍降低。2024 年，受山西省严查“三超一隐蔽”影响，省内煤炭上市公司上半年煤炭产销量普遍降低；6 月以后山西大部分矿井复产，但全年来看，山西省煤炭上市公司的产销量大部分有不同程度下滑。除山西外，安全形势一般且资源禀赋较差的地区，煤炭公司产销量也受到影响。2025 年以来，山西省由于低

基数原因，上市公司的煤炭产销量预计将有所恢复，但煤炭价格中枢回落对煤炭产销也有一定的影响，预计资源禀赋较差、采掘成本较高的公司煤炭产销量将继续下滑。

产量和销量增幅在 5% 以上的公司分别为 5 家和 4 家，同比明显减少。产量增幅最大的 5 家公司分别为兖矿能源、上海能源、大有能源、昊华能源和永泰能源；销量增幅最大的前 5 家公司分别为开滦股份、兖矿能源、昊华能源、永泰能源和陕西煤业。

表 3：2024 年煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位：万吨，%

名称	子行业	煤炭产量			名称	子行业	煤炭销量		
		2024A	2023A	YoY			2024A	2023A	YoY
兖矿能源	动力煤	14249.3	13210.7	7.86%	开滦股份	炼焦煤	444.44	413.69	7.43%
上海能源	动力煤	858.16	802.55	6.93%	兖矿能源	动力煤	13630.9	12702.4	7.31%
大有能源	动力煤	968.06	913.42	5.98%	昊华能源	无烟煤	1809.62	1705.18	6.12%
昊华能源	无烟煤	1806.95	1706.35	5.90%	永泰能源	炼焦煤	1368.31	1299.37	5.31%
永泰能源	炼焦煤	1368.01	1297.23	5.46%	陕西煤业	动力煤	16016.9	15320.38	4.55%
潞安环能	炼焦煤	5757	5526	4.18%	郑州煤电	动力煤	690	663.16	4.05%
陕西煤业	动力煤	17048.46	16372.42	4.13%	大有能源	动力煤	953.37	917.54	3.91%
郑州煤电	动力煤	684	661.03	3.47%	中煤能源	动力煤	13763	13391	2.78%
中煤能源	动力煤	13757	13422	2.50%	中国神华	动力煤	45930	45000	2.07%
山西焦煤	炼焦煤	4722	4608	2.47%	晋控煤业	动力煤	2996.65	3009.57	-0.43%
恒源煤电	动力煤	962.08	943.94	1.92%	恒源煤电	动力煤	757.15	761.86	-0.62%
中国神华	动力煤	32710	32450	0.80%	兰花科创	无烟煤	1257.02	1298.83	-3.22%
兰花科创	无烟煤	1385.54	1380.33	0.38%	新集能源	动力煤	1887.2	1968.61	-4.14%
晋控煤业	动力煤	3466.64	3468.76	-0.06%	潞安环能	炼焦煤	5225	5498	-4.97%
开滦股份	炼焦煤	914.83	921.72	-0.75%	上海能源	动力煤	566.11	605.43	-6.49%
新集能源	动力煤	1905.51	1936.91	-1.62%	冀中能源	炼焦煤	2425.43	2603.87	-6.85%
冀中能源	炼焦煤	2692.89	2741.22	-1.76%	甘肃能化	动力煤	1762.16	1926.73	-8.54%
甘肃能化	动力煤	1907.21	1967.68	-3.07%	安源煤业	动力煤	128.4	142.5	-9.89%
安源煤业	动力煤	161.4	170	-5.06%	新大洲 A	动力煤	245.21	274.25	-10.59%
盘江股份	炼焦煤	1446	1530.42	-5.52%	华阳股份	无烟煤	3554.00	4100.00	-13.32%
淮北矿业	炼焦煤	2055.3	2197.34	-6.46%	淮北矿业	炼焦煤	1536.69	1783.20	-13.82%
平煤股份	炼焦煤	2650.17	3094	-14.34%	平煤股份	炼焦煤	2641.1	3103	-14.89%
山煤国际	动力煤	3297.89	3898.37	-15.40%	山西焦煤	炼焦煤	2560	3200	-20.00%
华阳股份	无烟煤	3837	4591	-16.42%	山煤国际	动力煤	2673.36	3485.99	-23.31%
新大洲 A	动力煤	240.39	295.22	-18.57%	盘江股份	炼焦煤	784.19	1153.36	-32.01%

资料来源：wind，山西证券研究所

煤价中枢回落，煤炭上市公司营收普遍降低，同时由于成本刚性，成本无法随价格同幅度

下降，因此煤炭上市公司盈利能力也普遍下滑。2024 年报及 2025 年第一季度报告中信二级行业煤炭采选板块上市公司业绩同比明显回落为主。

从营业总收入增长幅度来看，2024 年增幅为正的公司仅有两家昊华能源和陕西煤业；2025Q1 仅有一家为昊华能源，主要因产能释放，以量补价导致。2024 年归母净利润为正且实现同比正增长的有郑州煤电、新集能源和陕西煤业；2025Q1 增幅排名靠前且盈利为正的公司仅有陕西煤业。

表 4：2024 年报及 2025Q1 煤炭上市公司营业总收入及增速 单位：亿元，%

公司	子行业	营业总收入				
		2024A	2023A	YoY	2025Q1	QoQ
昊华能源	无烟煤	91.38	84.37	8.30%	25.36	5.13%
陕西煤业	动力煤	1,841.45	1,708.72	7.77%	401.62	-0.71%
新集能源	动力煤	127.27	128.45	-0.92%	29.10	-4.85%
中国神华	动力煤	3,383.75	3,430.74	-1.37%	695.85	-20.61%
中煤能源	动力煤	1,893.99	1,929.69	-1.85%	383.92	-15.43%
晋控煤业	动力煤	150.33	153.42	-2.01%	24.24	-33.73%
郑州煤电	动力煤	42.05	43.23	-2.74%	9.67	-15.05%
平煤股份	炼焦煤	302.81	315.61	-4.06%	54.00	-34.50%
盘江股份	炼焦煤	89.00	94.03	-5.36%	24.82	27.33%
永泰能源	炼焦煤	283.57	301.20	-5.85%	56.41	-22.96%
兖矿能源	动力煤	1,391.24	1,500.25	-7.27%	303.12	-23.52%
开滦股份	炼焦煤	211.75	228.41	-7.30%	45.15	-15.96%
恒源煤电	动力煤	69.72	77.86	-10.45%	11.79	-42.52%
淮北矿业	炼焦煤	658.75	735.92	-10.49%	105.99	-38.95%
兰花科创	无烟煤	116.97	132.84	-11.95%	21.92	-3.08%
华阳股份	无烟煤	250.60	285.18	-12.13%	58.17	-5.53%
上海能源	动力煤	94.88	109.78	-13.57%	17.36	-25.16%
甘肃能化	动力煤	96.04	112.59	-14.70%	19.16	-32.13%
大有能源	动力煤	49.30	58.14	-15.20%	10.76	-23.63%
潞安环能	炼焦煤	358.50	431.37	-16.89%	69.68	-19.53%
山西焦煤	炼焦煤	452.90	555.23	-18.43%	90.26	-14.46%
山煤国际	动力煤	295.61	373.71	-20.90%	45.02	-29.17%
安源煤业	动力煤	54.04	68.71	-21.34%	8.22	-28.26%
冀中能源	炼焦煤	187.31	243.30	-23.01%	40.24	-24.53%
新大洲 A	动力煤	8.21	12.24	-32.96%	0.88	-56.92%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：2024 年报及 2025Q1 煤炭上市公司归母净利润及增速

单位：亿元，%

公司	子行业	归母净利润				
		2024A	2023A	YoY	2025Q1	QoQ
郑州煤电	动力煤	2.83	0.32	783.86%	-0.60	-277.95%
安源煤业	动力煤	-2.73	-1.14	139.60%	-1.20	23.92%
大有能源	动力煤	-10.91	-4.81	126.84%	-3.09	14.36%
新集能源	动力煤	23.93	21.09	13.44%	5.32	-11.01%
陕西煤业	动力煤	223.60	212.39	5.28%	48.05	3.29%
新大洲 A	动力煤	-1.11	-1.09	1.63%	-0.33	99.52%
昊华能源	无烟煤	10.37	10.40	-0.33%	2.77	-38.80%
中煤能源	动力煤	193.23	195.34	-1.08%	39.78	-19.95%
中国神华	动力煤	586.71	596.94	-1.71%	119.49	-24.77%
晋控煤业	动力煤	28.08	33.01	-14.93%	5.12	-34.35%
淮北矿业	炼焦煤	48.55	62.25	-21.99%	6.92	-56.50%
开滦股份	炼焦煤	8.16	10.90	-25.19%	0.67	-67.88%
上海能源	动力煤	7.16	9.69	-26.16%	1.05	-65.45%
兖矿能源	动力煤	144.25	201.40	-28.37%	27.10	-27.86%
甘肃能化	动力煤	12.14	17.38	-30.13%	0.51	-90.48%
永泰能源	炼焦煤	15.61	22.66	-31.12%	0.51	-89.06%
平煤股份	炼焦煤	23.50	40.03	-41.30%	1.52	-79.51%
山煤国际	动力煤	22.68	42.60	-46.75%	2.55	-56.29%
恒源煤电	动力煤	10.72	20.36	-47.35%	0.27	-93.70%
山西焦煤	炼焦煤	31.08	67.71	-54.10%	6.81	-28.33%
华阳股份	无烟煤	22.25	51.79	-57.05%	5.97	-31.18%
兰花科创	无烟煤	7.18	20.98	-65.79%	0.33	-75.26%
潞安环能	炼焦煤	24.50	79.22	-69.08%	6.57	-48.95%
冀中能源	炼焦煤	12.08	49.44	-75.56%	3.19	-54.97%
盘江股份	炼焦煤	1.04	7.32	-85.78%	-1.05	-590.25%

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 投资策略：关注度夏需求及非电回暖

2024 年，市场对煤炭板块业绩走低有预期，但头部公司通过降本增效，以量补价等措施，业绩实际表现好于预期。但 2025 年开年以来，受外部环境影响，非电煤炭消费同比降低；天气偏暖及新能源发力又影响了火电出力，2025Q1 煤炭价格中枢有所降低，煤炭公司业绩普遍下台阶。但考虑高成本煤矿进入亏损区间，增产乏力，预计后期国内煤炭生产供给增速将继续降低，同时，临近夏季备库需求释放，叠加关税环境改善，非电需求底部抬升；内外贸价格继续倒挂下，进口煤增速或将回落，国内动力煤价格进一步下跌空间不大，双焦价格弹性仍存。资金面来看，降准降息释放流动性，保险等长期资金入市大势所趋，叠加龙头煤企业绩尚可且日益重视投资者回报，向市场传递信心，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。



5. 风险提示

价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；进口超预期；海外煤价大幅下跌；安全、环保风险及其他扰动因素。



分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

