

## 煤炭开采

2023年05月05日

## 煤企盈利维持同比高增，高胜率和安全性兼备

——2022年报&2023一季报综述

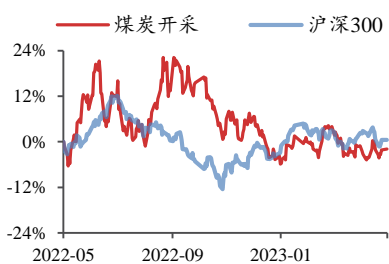
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《煤炭 Q1 基金持仓环比微涨，高胜率与安全性兼备——煤炭基金持仓分析》

-2023.5.1

《宏观微观数据仍有向好，煤炭高胜率和安全性兼备——行业周报》

-2023.4.23

《煤价止跌&宏观微观已拐点，高胜率与安全性兼备——行业周报》

-2023.4.16

### ● 煤企盈利维持同比高增，高胜率和安全性兼备

2022 年煤炭价格受到国际政局和国内疫情的叠加影响起伏波动，但基本面仍表现为供不应求，从而价格维持高位，煤企业绩实现了 50%+ 的大幅增长，创行业历史最佳盈利表现。2023Q1 虽然受需求偏弱影响，煤价延续四季度以来的回落趋势，但在秦港现货价 1000 元/吨的位置，获得了多次底部支撑并反弹，预示着现货煤价的底部验证完成。从股票投资配置而言，煤炭板块“攻守兼备”的逻辑逐渐显现，我们对煤炭板块仍维持高胜率与高安全边际的逻辑推荐：如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得 10% 左右的股息率，从年报和一季报发布的实际情况来看，高分红与超预期的业绩表现，均得到资本市场资金在股价层面上给予的正面回应；如果看多经济，煤炭同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格还有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚到更多的资本利得或更好的超额收益。从安全性而言，我们认为煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 4-5 倍，以 PB-ROE 方法分析煤炭股高 ROE 而 PB 却大幅折价。高分红兼具高弹性的双重受益标的（前四再叠加高成长）：山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际；经济复苏及冶金煤弹性受益标的：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；稳健高分红受益标的：中国神华、陕西煤业（未覆盖）；中特估预期差最大受益标的：中煤能源；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

### ● 2022 年受益煤价高位，煤炭企业业绩大增

27 家煤炭上市公司（不包括刚刚进行重大资产重组的甘肃能化，不包括山西焦化、美锦能源等焦化企业）2022 年合计实现营业收入 15202 亿元，同比增长 9.5%；合计实现净利润 3035 亿元，同比增长 55.5%；合计实现归属母公司净利润 2430 亿元，同比增长 56.0%。

### ● 2022 年自产煤量同比上涨，盈利能力明显强于 2021 年

27 家公司来看，2022 年合计产量为 11.6 亿吨，同比增长 4.1%；销量为 14.7 亿吨，同比减少 7.5%。平均销售价格（不含税，包含贸易煤）为 773 元/吨，同比增长 17.2%；吨煤毛利 340 元/吨，同比增长 47.9%。从销售毛利率来看，2022 年加权平均值为 37.1%，同比增长 6.6 个百分点；从销售净利率来看，2022 年加权平均值为 20.0%，同比增长 5.9 个百分点；从 ROE 来看，2022 年加权平均值为 23.2%，同比增长 5.3 个百分点。

### ● 2023Q1 煤企盈利能力继续上涨，主要受益于成本下降和产销量上涨

2023 年一季度 27 家煤炭上市公司合计实现营业收入 3736 亿元，同比增长 1.1%；合计实现净利润 765 亿元，同比增长 2.3%；合计实现归属母公司净利润 626 亿元，同比增长 5.5%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，26 家煤炭上市公司 2023 年 Q1 合计实现营业收入 2865 亿元，同比增长 0.4%；净利润 553 亿元，同比增长 5.6%；合计实现归属母公司净利润 439 亿元，同比增长 9.0%。

● **风险提示：**经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

## 目 录

1、 2022 年综述：煤价中枢上移，业绩大幅提升	4
1.1、 2022 年动力煤&炼焦煤价格高位运行	4
1.2、 归母净利润同比大幅增长，主要受益煤价上涨	5
1.3、 2022 产量同比小涨，但销量同比下滑，主因外购煤贸易量减少	10
1.4、 吨煤价格大涨，吨煤毛利同比大幅提升	11
1.5、 期间费用率下降，财务费用贡献主要降幅	12
1.6、 2022 煤炭公司整体盈利能力明显强于 2021 年	13
1.7、 应收账款周转天数、存货周转天数均同比减少	14
1.8、 资产负债率同比减少，经营现金流与偿债能力大幅提升	14
2、 2023Q1 综述：煤企业绩继续上涨	16
2.1、 2023Q1 煤价同比下跌，动力煤价高位震荡	16
2.2、 2023Q1 煤炭企业业绩同比提升	17
3、 投资策略：宏观微观已显拐点，煤炭股高胜率 and 安全性兼备	18
4、 风险提示	19

## 图表目录

图 1： 2022 年秦港动力煤均价同比大涨 47.8%	4
图 2： 2022 年 Q4 秦港动力煤均价全年最高	4
图 3： 2022 年京唐港主焦煤价同比上涨 12.6%	4
图 4： 2022 年 Q2 京唐港主焦煤均价为全年最高	4
图 5： 2022 年 27 家公司营收同比增长	8
图 6： 2022 年 27 家公司净利润同比增长	8
图 7： 2022 年 27 家公司归母净利润同比上涨	8
图 8： 2022 年 27 家公司扣非净利润同比上涨	8
图 9： 2022 年 26 家公司（剔除神华）营收同比增长	9
图 10： 2022 年 26 家公司（剔除神华）净利润同比增长	9
图 11： 2022 年 26 家公司（剔除神华）归母净利润同比增长	9
图 12： 2022 年 26 家公司（剔除神华）扣非净利润同比增长	9
图 13： 2023Q1 秦港动力煤价格延续回落	16
图 14： 2023Q1 京唐港主焦煤价格较为平稳	16
图 15： 2023Q1 秦港动力煤价格 1135 元/吨，同比下跌 3.7%	16
图 16： 2023Q1 京唐港主焦煤价格 2530 元/吨，同比下跌 13.7%	16
表 1： 2022 年 27 家上市公司业绩同比大涨（单位：百万元）	5
表 2： 2022 年 27 家上市公司扣非归母净利同比大增（单位：百万元）	6
表 3： 2022Q4 单季 27 家上市公司业绩环比下滑（百万元）	7
表 4： 2022 年 27 家上市公司产量同比增长，但销量下滑，主因外购煤贸易量减少（单位：万吨）	10
表 5： 2022 年 27 家上市公司吨煤毛利大涨（单位：元/吨、pct）	11
表 6： 2022 年 27 家上市公司期间费用率同比下降	12
表 7： 2022 年 27 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比上升（单位：pct）	13
表 8： 2022 年 27 家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比减少	14
表 9： 2022 年 27 家上市公司资产负债率同比减少，现金流和偿债能力提升（单位：百万元）	15

---

表 10: 2023Q1 单季度 27 家上市公司业绩同比上涨 (单位: 百万元) .....	17
表 11: 煤炭板块大多维持高股息率.....	18

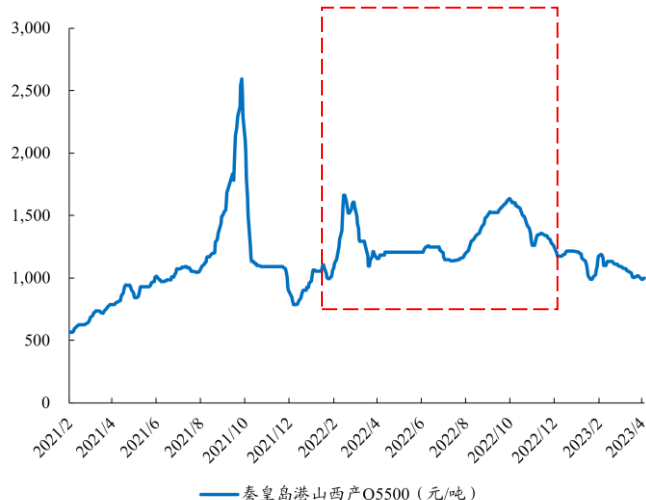
## 1、2022 年综述：煤价中枢上移，业绩大幅提升

### 1.1、2022 年动力煤&炼焦煤价格高位运行

2022 年煤炭价格受到国际政局和国内疫情的叠加影响，起伏波动，但基本面依然强劲。年初印尼限制煤炭出口，且 2 月俄乌冲突导致国际能源供需格局发生变化，海外煤价大涨带动国内价格上涨，下半年随着阶段性的疫情结束，下游补库需求强劲，价格又迎来反弹。总体来看，动力煤&炼焦煤价格整体表现强劲，高位震荡运行。

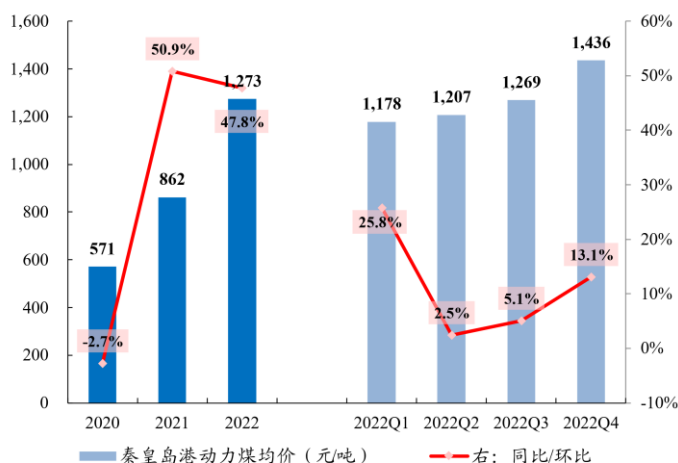
分煤种来看，2022 年秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 1273 元/吨，同比上涨 47.8%，其中四季度动力煤价格达到最高水平，Q4 均价 1436 元/吨，环比+13.1%；2022 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 2832 元/吨，同比上涨 12.6%，其中二季度主焦煤价格达到全年高水平，Q2 均价 3216 元/吨，环比+9.7%。

图1：2022 年秦港动力煤均价同比大涨 47.8%



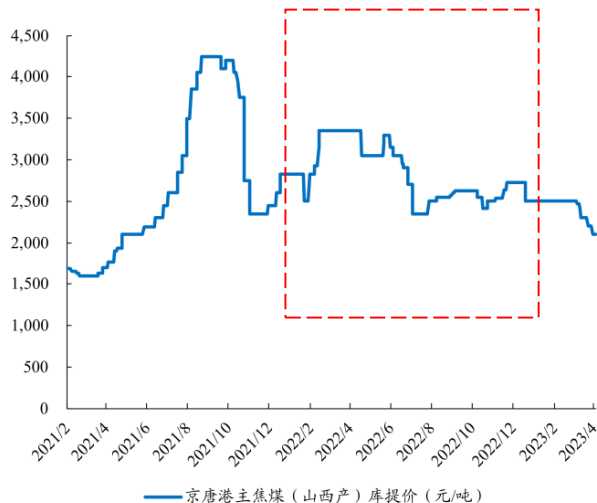
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年 Q4 秦港动力煤均价全年最高



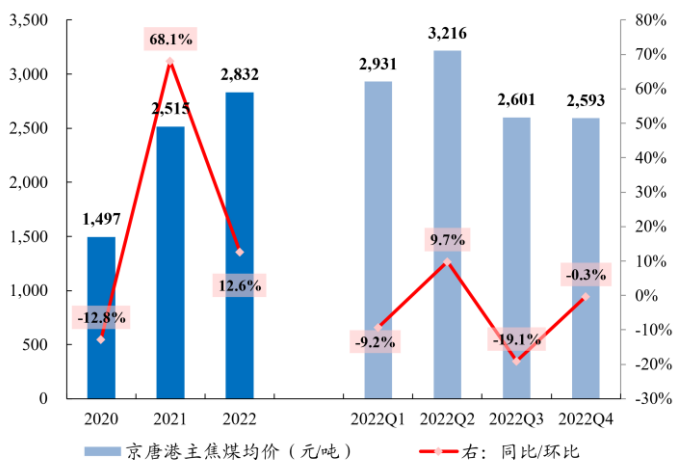
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年京唐港主焦煤价同比上涨 12.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年 Q2 京唐港主焦煤均价为全年最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、归母净利润同比大幅增长，主要受益煤价上涨

业绩同比大幅增长。27家煤炭上市公司（不包括刚刚进行重大资产重组的甘肃能化，不包括山西焦化、美锦能源等焦化企业），2022年合计实现营业收入15202亿元，同比增长9.5%；合计实现净利润3035亿元，同比增长55.5%；合计实现归属母公司净利润2430亿元，同比增长56.0%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，26家煤炭上市公司2022年合计实现营业收入11756亿元，同比增长11.7%；净利润2218亿元，同比增长63.3%；合计实现归属母公司净利润1734亿元，同比增长64.3%。

表1：2022年27家上市公司业绩同比大涨（单位：百万元）

公司名称	营业收入			净利润			归母净利润		
	2021	2022	同比	2021	2022	同比	2021	2022	同比
神火股份	34,452	42,704	24.0%	3,048	8,576	181.4%	724	3,169	337.7%
冀中能源	31,424	36,036	14.7%	3,512	5,221	48.6%	3,234	7,571	134.1%
山西焦煤	45,285	65,183	43.9%	4,652	13,234	184.4%	2,739	4,458	62.7%
电投能源	24,649	26,793	8.7%	4,770	4,706	-1.3%	4,166	10,722	157.4%
郑州煤电	3,212	4,423	37.7%	(8)	318	-	3,560	3,987	12.0%
兰花科创	12,860	14,156	10.1%	2,003	3,296	64.5%	(215)	68	-
永泰能源	27,080	35,556	31.3%	881	1,629	85.0%	2,353	3,224	37.0%
兖矿能源	151,991	200,829	32.1%	18,567	39,438	112.4%	1,064	1,909	79.4%
华阳股份	38,007	35,042	-7.8%	4,256	7,965	87.1%	16,259	30,774	89.3%
盘江股份	9,726	11,843	21.8%	1,308	2,240	71.3%	3,534	7,026	98.8%
安源煤业	9,384	8,916	-5.0%	58	(71)	-222.7%	1,172	2,194	87.1%
大有能源	7,911	8,589	8.6%	1,415	1,844	30.3%	55	(77)	-238.8%
上海能源	10,156	12,634	24.4%	409	1,722	320.7%	1,289	1,555	20.7%
山煤国际	48,054	46,391	-3.5%	7,815	10,995	40.7%	373	1,740	366.0%
恒源煤电	6,749	8,386	24.3%	1,383	2,506	81.2%	4,938	6,981	41.4%
开滦股份	22,354	26,004	16.3%	2,071	1,539	-25.7%	1,387	2,513	81.1%
晋控煤业	18,265	16,082	-12.0%	6,337	4,410	-30.4%	1,815	1,851	2.0%
中国神华	335,216	344,533	2.8%	59,359	81,655	37.6%	4,658	3,044	-34.7%
昊华能源	8,369	9,287	11.0%	2,909	2,176	-25.2%	50,269	69,626	38.5%
陕西煤业	152,266	166,848	9.6%	33,744	53,089	57.3%	2,014	1,344	-33.3%
平煤股份	29,699	36,044	21.4%	3,271	6,181	89.0%	21,140	35,123	66.1%
潞安环能	45,147	54,297	20.3%	6,843	15,644	128.6%	2,922	5,725	95.9%
中煤能源	231,127	220,577	-4.6%	19,002	25,378	33.6%	6,708	14,168	111.2%
ST大洲	1,187	1,317	10.9%	(92)	114	-	13,282	18,241	37.3%
辽宁能源	5,915	6,619	11.9%	26	193	636.7%	(147)	(38)	-
淮北矿业	64,961	69,062	6.3%	5,199	7,139	37.3%	27	195	631.5%
新集能源	12,489	12,003	-3.9%	2,463	2,335	-5.2%	4,780	7,010	46.6%
<b>合计</b>	<b>1,387,934</b>	<b>1,520,153</b>	<b>9.5%</b>	<b>195,202</b>	<b>303,474</b>	<b>55.5%</b>	<b>155,810</b>	<b>242,996</b>	<b>56.0%</b>
<b>合计（剔除神华）</b>	<b>1,052,718</b>	<b>1,175,620</b>	<b>11.7%</b>	<b>135,843</b>	<b>221,819</b>	<b>63.3%</b>	<b>105,541</b>	<b>173,370</b>	<b>64.3%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

**2022 扣非后业绩同比大增。**27 家上市公司 2022 年实现扣非归母净利润 2367 亿元，同比增长 51.5%；非经常性损益 63 亿元，同比增加 67 亿元。非经常性损益同比涨幅较大，主要是由于陕西煤业减持隆基绿能，持股比例降低使得会计准则发生改变，公司对隆基绿能的投资由长期股权投资变更为金融资产核算，该项会计核算方法变更增加公允价值变动损益 87 亿元。

**表2：2022 年 27 家上市公司扣非归母净利润同比大增（单位：百万元）**

公司 名称	扣非净利润			非经常性损益		
	2021	2022	同比	2021	2022	同比
神火股份	3,488	7,771	122.8%	(253.5)	(199.4)	-
冀中能源	2,531	4,395	73.7%	208.5	62.6	-70.0%
山西焦煤	4,061	9,335	129.9%	104.7	1,387.2	1224.8%
电投能源	3,520	3,860	9.7%	40.0	126.4	216.4%
郑州煤电	(95)	69	-	(120.2)	(0.9)	-
兰花科创	2,402	3,527	46.9%	(49.1)	(303.6)	-
永泰能源	764	1,665	117.9%	300.1	244.6	-18.5%
兖矿能源	16,212	30,466	87.9%	47.0	308.0	555.1%
华阳股份	4,584	7,364	60.7%	(1,049.9)	(338.2)	-
盘江股份	1,372	2,134	55.5%	(199.7)	60.5	-
安源煤业	32	(90)	-385.6%	23.6	13.6	-42.4%
大有能源	1,120	1,496	33.6%	169.3	59.3	-65.0%
上海能源	338	1,477	337.6%	35.8	262.7	633.7%
山煤国际	4,965	7,188	44.8%	(27.7)	(207.4)	-
恒源煤电	1,381	2,522	82.6%	5.8	(9.3)	-261.0%
开滦股份	1,821	1,700	-6.7%	(5.9)	151.3	-
晋控煤业	4,459	2,976	-33.3%	198.9	68.2	-65.7%
中国神华	50,036	70,337	40.6%	233.0	(711.0)	-405.2%
昊华能源	2,067	1,705	-17.5%	(52.7)	(361.6)	-
陕西煤业	20,480	29,411	43.6%	659.9	5,712.3	765.7%
平煤股份	2,919	5,745	96.8%	2.8	(20.3)	-830.0%
潞安环能	7,778	14,366	84.7%	(1,069.3)	(197.4)	-
中煤能源	13,076	18,112	38.5%	206.4	128.2	-37.9%
ST 大洲	(98)	(29)	-	(49.4)	(8.8)	-
辽宁能源	21	195	819.4%	5.4	(0.1)	-102.3%
淮北矿业	4,593	6,971	51.8%	187.7	39.0	-79.2%
新集能源	2,405	2,072	-13.8%	29.4	(7.4)	-125.1%
<b>合计</b>	<b>156,230</b>	<b>236,738</b>	<b>51.5%</b>	<b>(419.4)</b>	<b>6,258</b>	<b>-</b>
<b>合计（剔除中国神华）</b>	<b>106,194</b>	<b>166,401</b>	<b>56.7%</b>	<b>(652.4)</b>	<b>6,969</b>	<b>-</b>
<b>合计（剔除中国神华&amp;陕西煤业）</b>				<b>(1,312.3)</b>	<b>1,257</b>	<b>-</b>

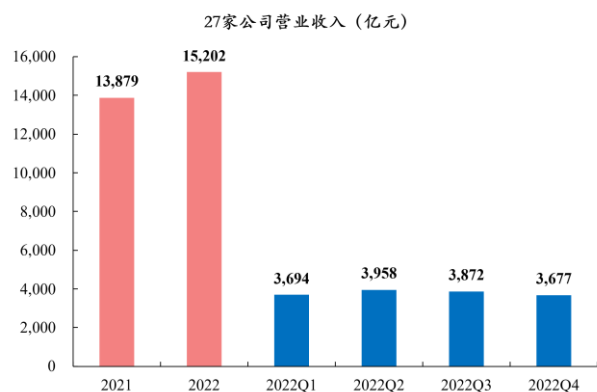
数据来源：Wind、开源证券研究所

2022Q4 单季业绩环比下滑，主因疫情导致煤炭市场供需双弱，叠加多家煤企当季进行大额资产减值计提。27 家上市公司 2022Q4 单季合计实现营业收入 3677 亿元，环比减少 5.0%；归母净利润 384 亿元，环比下降 35.5%；扣非归母净利润 384 亿元，环比下降 39.0%。如果剔除中国神华后，26 家上市公司 2022Q4 单季合计实现营业收入 2737 亿元，环比减少 9.5%；归母净利润 279 亿元，环比减少 32.9%；扣非归母净利润 265 亿元，环比减少 41.3%。Q4 单季业绩下滑，主因疫情导致煤炭市场供需双弱，叠加多家煤企惯例 Q4 进行大额资产减值计提所致。

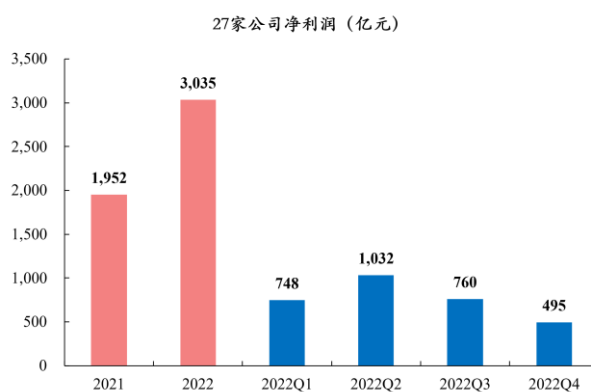
表3：2022Q4 单季 27 家上市公司业绩环比下滑（百万元）

公司 名称	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2022Q3	2022Q4	环比	2022Q3	2022Q4	环比	2022Q3	2022Q4	环比
神火股份	10,488	10,570	0.8%	1,319	1,716	30.1%	1,455	1,775	22.0%
冀中能源	9,063	6,986	-22.9%	1,414	473	-66.6%	1,403	385	-72.5%
山西焦煤	13,466	24,005	78.3%	2,603	2,425	-6.8%	2,606	1,056	-59.5%
电投能源	6,245	6,925	10.9%	929	726	-21.8%	901	674	-25.1%
郑州煤电	983	1,194	21.4%	(90)	12	-	(73)	(5)	-
兰花科创	3,786	2,712	-28.4%	772	465	-39.7%	936	324	-65.4%
永泰能源	10,269	8,701	-15.3%	771	368	-52.3%	498	377	-24.3%
兖矿能源	51,062	49,482	-3.1%	9,091	3,646	-59.9%	9,002	3,625	-59.7%
华阳股份	8,030	8,679	8.1%	1,636	2,067	26.3%	1,634	2,424	48.3%
盘江股份	2,807	2,787	-0.7%	414	536	29.4%	475	208	-56.3%
安源煤业	2,005	1,982	-1.2%	47	110	133.5%	43	99	132.5%
大有能源	2,503	1,869	-25.3%	548	185	-66.3%	535	141	-73.7%
上海能源	3,174	2,687	-15.4%	577	(382)	-166.2%	535	(599)	-212.1%
山煤国际	14,476	10,759	-25.7%	1,853	1,587	-14.3%	1,895	1,684	-11.2%
恒源煤电	2,301	1,637	-28.8%	727	906	24.5%	729	910	24.9%
开滦股份	6,399	6,373	-0.4%	474	31	-93.5%	438	30	-93.1%
晋控煤业	3,923	3,292	-16.1%	1,050	(339)	-132.2%	1,055	(438)	-141.6%
中国神华	84,910	94,044	10.8%	17,987	10,495	-41.65%	17,897	11,930	-33.34%
昊华能源	2,597	2,475	-4.7%	605	(185)	-130.6%	613	163	-73.4%
陕西煤业	47,049	36,109	-23.3%	3,709	6,816	83.8%	7,509	6,879	-8.4%
平煤股份	8,796	7,846	-10.8%	1,363	997	-26.8%	1,351	979	-27.5%
潞安环能	11,685	14,325	22.6%	3,419	4,900	43.3%	3,412	5,120	50.1%
中煤能源	57,306	45,232	-21.1%	5,951	(1,088)	-118.3%	5,918	(1,120)	-118.9%
ST 大洲	305	265	-13.0%	(0)	(114)	-	2	(117)	-5961.1%
辽宁能源	1,395	1,969	41.1%	(33)	(20)	-	(47)	(4)	-
淮北矿业	18,890	11,748	-37.8%	1,655	1,792	8.3%	1,567	1,619	3.3%
新集能源	3,295	3,095	-6.1%	709	223	-68.5%	672	273	-59.4%
<b>合计</b>	<b>387,210</b>	<b>367,746</b>	<b>-5.0%</b>	<b>59,498</b>	<b>38,350</b>	<b>-35.5%</b>	<b>62,961</b>	<b>38,393</b>	<b>-39.0%</b>
<b>合计（剔除神华）</b>	<b>302,300</b>	<b>273,702</b>	<b>-9.5%</b>	<b>41,511</b>	<b>27,855</b>	<b>-32.9%</b>	<b>45,064</b>	<b>26,463</b>	<b>-41.3%</b>

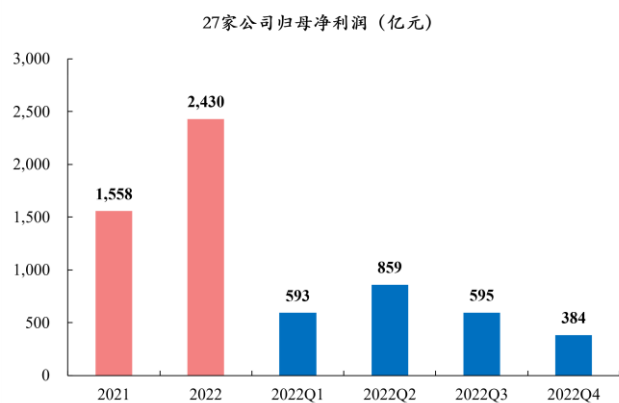
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2022年27家公司营收同比增长**


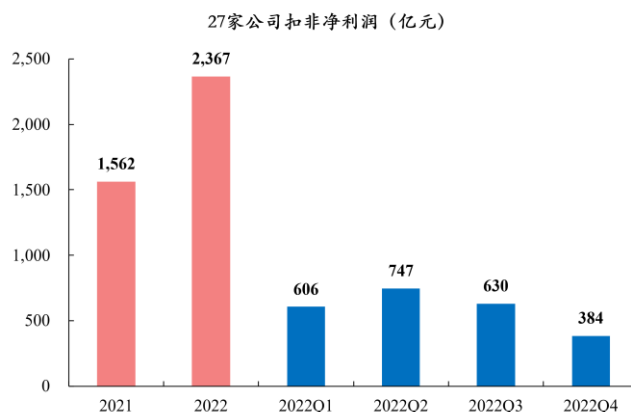
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2022年27家公司净利润同比增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

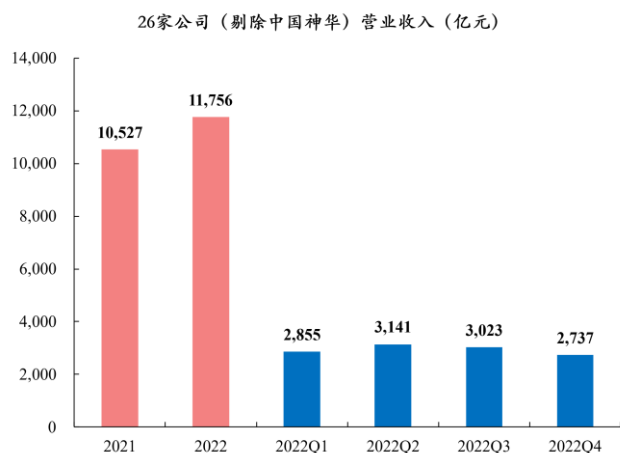
**图7：2022年27家公司归母净利润同比上涨**


数据来源：Wind、开源证券研究所

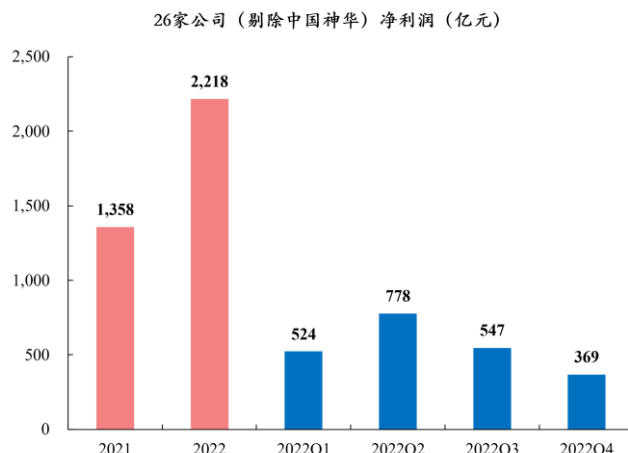
**图8：2022年27家公司扣非净利润同比上涨**


数据来源：Wind、开源证券研究所

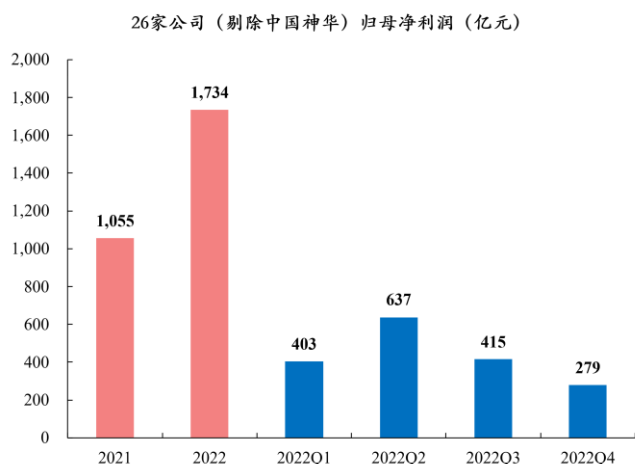


**图9：2022年26家公司（剔除神华）营收同比增长**


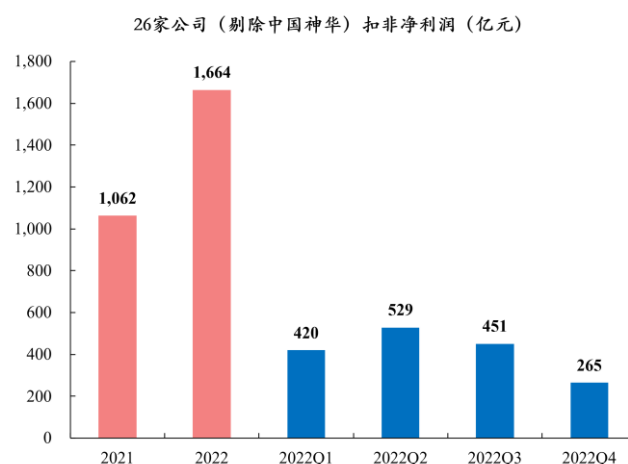
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2022年26家公司（剔除神华）净利润同比增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：2022年26家公司（剔除神华）归母净利润同比增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12：2022年26家公司（剔除神华）扣非净利润同比增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、2022 产量同比小涨，但销量同比下滑，主因外购煤贸易量减少

27 家公司来看，2022 年合计产量为 11.6 亿吨，同比增长 4.1%；销量为 14.7 亿吨，同比减少 7.5%，主要由于：（1）国家发改委加大保供力度，煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的 80%以上，市场煤数量明显下降，可供采购的煤源减少；（2）市场煤价格同比大幅上涨，外购煤成本抬升导致煤炭贸易盈利大幅下降，故煤企主动减少贸易量。如果剔除掉中国神华，26 家公司来看，2022 年合计产量为 8.4 亿吨，同比增长 4.8%；销量为 10.5 亿吨，同比减少 4.9%。

**表4：2022 年 27 家上市公司产量同比增长，但销量下滑，主因外购煤贸易量减少（单位：万吨）**

公司 名称	产量			销量		
	2021	2022	同比	2021	2022	同比
神火股份	654	681	4.1%	654	675	3.2%
冀中能源	2,586	2,637	1.9%	2,909	2,892	-0.6%
山西焦煤	3,569	4,385	22.9%	2,871	3,217	12.1%
电投能源	4,604	4,600	-0.1%	4,598	4,600	0.0%
郑州煤电	511	599	17.3%	538	621	15.4%
兰花科创	1,040	1,146	10.2%	1,027	1,163	13.3%
永泰能源	1,074	1,103	2.7%	1,403	1,440	2.7%
兖矿能源	10,503	9,953	-5.2%	10,565	10,375	-1.8%
华阳股份	4,610	4,523	-1.9%	5,971	4,642	-22.3%
盘江股份	1,407	1,508	7.1%	1,121	1,276	13.8%
安源煤业	142	127	-10.4%	142	127	-10.5%
大有能源	1,272	1,158	-9.0%	1,270	1,162	-8.5%
上海能源	581	582	0.2%	595	579	-2.6%
山煤国际	4,042	4,057	0.4%	6,819	5,388	-21.0%
恒源煤电	790	703	-11.1%	739	704	-4.8%
开滦股份	312	523	67.4%	311	424	36.5%
晋控煤业	3,497	3,280	-6.2%	3,037	2,731	-10.1%
中国神华	30,700	31,340	2.1%	48,230	41,780	-13.4%
昊华能源	1,372	1,490	8.6%	1,423	1,489	4.6%
陕西煤业	13,588	15,728	15.8%	23,058	22,488	-2.5%
平煤股份	2,967	3,062	3.2%	3,065	3,092	0.9%
潞安环能	5,436	5,690	4.7%	5,035	5,294	5.1%
中煤能源	11,274	11,917	5.7%	29,117	26,295	-9.7%
ST 大洲	289	273	-5.6%	283	260	-8.0%
辽宁能源	515	630	22.4%	512	637	24.4%
淮北矿业	2,258	2,290	1.4%	1,976	1,882	-4.7%
新集能源	1,696	1,842	8.6%	1,690	1,811	7.2%
<b>合计</b>	<b>111,291</b>	<b>115,827</b>	<b>4.1%</b>	<b>158,960</b>	<b>147,046</b>	<b>-7.5%</b>
<b>合计（剔除中国神华）</b>	<b>80,591</b>	<b>84,487</b>	<b>4.8%</b>	<b>110,730</b>	<b>105,266</b>	<b>-4.9%</b>

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

### 1.4、吨煤价格大涨，吨煤毛利同比大幅提升

2022年，27家上市公司煤炭的平均销售价格（不含税，包含贸易煤，下同）为773元/吨，同比增长17.2%；27家上市公司煤炭的平均销售成本432元/吨，同比增长0.7%；吨煤毛利340元/吨，同比增长47.9%；毛利率44.1%，同比提升9.1pct。

表5：2022年27家上市公司吨煤毛利大涨（单位：元/吨、pct）

公司名称	吨煤价格（不含税）		吨煤成本		吨煤毛利		毛利率	
	2022	同比	2022	同比	2022	同比	2022	同比
神火股份	1464	24.4%	691	15.4%	773	33.7%	53%	3.7
冀中能源	1016	19.4%	640	8.9%	376	42.7%	37%	6.0
山西焦煤	1271	42.5%	425	10.1%	846	67.1%	67%	9.8
电投能源	183	13.0%	92	8.2%	91	18.2%	50%	2.2
郑州煤电	647	22.5%	405	22.9%	241	22.0%	37%	(0.2)
兰花科创	945	17.1%	297	13.8%	647	18.7%	69%	0.9
永泰能源	951	22.9%	373	16.0%	578	27.8%	61%	2.3
兖矿能源	1213	53.0%	486	9.2%	727	108.9%	60%	16.1
华阳股份	710	17.3%	365	-3.9%	345	52.9%	49%	11.3
盘江股份	904	7.9%	536	-3.4%	368	30.2%	41%	6.9
安源煤业	1023	4.2%	846	19.8%	178	-35.7%	17%	(10.8)
大有能源	686	38.7%	365	47.6%	321	29.8%	47%	(3.2)
上海能源	1519	52.9%	744	19.1%	775	110.2%	51%	13.9
山煤国际	738	16.2%	196	8.3%	542	19.4%	73%	1.9
恒源煤电	1156	38.1%	569	18.8%	587	64.0%	51%	8.0
开滦股份	1762	7.2%	822	-2.9%	941	18.0%	53%	4.9
晋控煤业	574	-1.5%	280	8.9%	294	-9.8%	51%	(4.7)
中国神华	664	9.4%	426	-3.2%	238	42.5%	36%	8.3
昊华能源	575	11.9%	230	75.6%	345	-9.9%	60%	(14.5)
陕西煤业	723	15.3%	398	0.9%	325	39.8%	45%	7.9
平煤股份	1134	21.7%	738	10.2%	396	50.9%	35%	6.8
潞安环能	931	17.2%	359	-3.9%	571	36.0%	61%	8.5
中煤能源	726	4.6%	542	-4.9%	184	47.9%	25%	7.4
ST大洲	418	28.8%	203	11.2%	215	51.6%	51%	7.7
辽宁能源	765	-2.9%	459	-13.8%	306	19.9%	40%	7.6
淮北矿业	1160	43.9%	588	23.4%	572	73.8%	49%	8.5
新集能源	432	-19.6%	203	-13.1%	229	-24.7%	53%	(3.5)
<b>加权平均</b>	<b>773</b>	<b>17.2%</b>	<b>432</b>	<b>0.7%</b>	<b>340</b>	<b>47.9%</b>	<b>44.1%</b>	<b>9.1</b>
<b>加权平均 (剔除中国神华)</b>	<b>816</b>	<b>19.6%</b>	<b>435</b>	<b>2.4%</b>	<b>381</b>	<b>47.9%</b>	<b>46.7%</b>	<b>8.9</b>

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

### 1.5、期间费用率下降，财务费用贡献主要降幅

从绝对值来看，2022年27家企业累计期间费用907亿元，同比+7.4%。其中，销售费用120亿元，同比+36.6%；管理费用580亿元，同比增长9.0%；财务费用207亿元，同比-0.1%，主要系多数企业债务规模降低，同时银行存款利息收入增加。从相对值来看，2022年期间费用率6.0%，同比-0.1个百分点。其中，销售费用率0.8%，同比+0.2个百分点；管理费用率3.8%，同比持平；财务费用率1.4%，同比-0.3个百分点。

表6：2022年27家上市公司期间费用率同比下降

公司名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2022	同比(pct)	2022	同比(pct)	2022	同比(pct)	2022	同比(pct)
神火股份	4.8%	(3.7)	0.8%	(0.4)	2.2%	(1.2)	1.8%	(2.1)
冀中能源	8.9%	(0.5)	0.5%	(0.1)	7.0%	0.2	1.4%	(0.6)
山西焦煤	9.7%	(0.1)	0.6%	0.0	7.3%	0.2	1.8%	(0.3)
电投能源	4.3%	(0.0)	0.2%	(0.0)	3.0%	0.5	1.1%	(0.4)
郑州煤电	18.0%	(13.6)	1.5%	(0.5)	12.2%	(11.2)	4.2%	(1.9)
兰花科创	14.1%	(1.2)	0.9%	(0.2)	10.9%	0.7	2.3%	(1.8)
永泰能源	10.9%	(1.3)	0.3%	(0.1)	3.7%	(0.7)	6.9%	(0.5)
兖矿能源	10.0%	(0.4)	3.2%	1.2	4.3%	(0.9)	2.5%	(0.7)
华阳股份	6.3%	(0.3)	0.3%	0.0	4.5%	0.2	1.4%	(0.5)
盘江股份	16.3%	4.2	0.2%	(0.0)	14.8%	4.9	1.3%	(0.7)
安源煤业	5.4%	(0.0)	0.5%	(0.0)	2.2%	(0.1)	2.7%	0.1
大有能源	14.7%	(4.1)	1.2%	(0.2)	10.9%	(2.5)	2.6%	(1.4)
上海能源	9.1%	1.4	0.3%	(0.0)	8.2%	1.9	0.6%	(0.4)
山煤国际	6.4%	(0.2)	1.2%	0.1	4.2%	0.3	1.0%	(0.7)
恒源煤电	13.4%	(2.9)	0.6%	(0.2)	12.7%	(2.2)	0.1%	(0.6)
开滦股份	6.4%	0.0	1.2%	(0.1)	4.3%	0.5	0.9%	(0.4)
晋控煤业	5.7%	(0.8)	0.9%	0.1	3.3%	(0.6)	1.5%	(0.3)
中国神华	4.3%	0.7	0.1%	(0.1)	4.0%	0.5	0.3%	0.2
昊华能源	11.2%	(1.1)	1.5%	0.1	6.1%	0.1	3.6%	(1.4)
陕西煤业	4.7%	(0.6)	0.5%	(0.2)	4.6%	(0.1)	-0.4%	(0.3)
平煤股份	8.4%	(1.0)	0.7%	(0.1)	4.4%	(0.8)	3.3%	(0.1)
潞安环能	10.6%	(2.1)	0.3%	0.0	8.9%	(0.7)	1.3%	(1.4)
中煤能源	4.8%	0.6	0.4%	0.1	2.7%	0.5	1.7%	(0.0)
ST大洲	20.2%	(5.4)	1.8%	(0.2)	15.8%	(1.5)	2.6%	(3.6)
辽宁能源	11.0%	(2.6)	0.6%	(0.1)	6.8%	(1.1)	3.5%	(1.4)
淮北矿业	9.9%	0.4	0.3%	(0.0)	8.7%	0.6	0.9%	(0.2)
新集能源	12.4%	0.9	0.5%	0.1	6.6%	1.5	5.4%	(0.7)
加权平均	6.0%	(0.1)	0.8%	0.2	3.8%	(0.0)	1.4%	(0.3)
加权平均 (剔除中国神华)	6.8%	(0.3)	1.0%	0.2	4.1%	(0.1)	1.7%	(0.4)

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.6、2022 煤炭公司整体盈利能力明显强于 2021 年

从销售毛利率来看，27 家上市公司 2022 年加权平均值 37.1%，同比增长 6.6 个百分点；从销售净利率来看，27 家上市公司 2022 年加权平均值为 20.0%，同比增长 5.9 个百分点；从 ROE 来看，27 家上市公司 2022 年加权平均值为 23.2%，同比增长 5.3 个百分点。

表7：2022 年 27 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比上升（单位：pct）

公司 名称	毛利率			净利率			ROE		
	2021	2022	同比	2021	2022	同比	2021	2022	同比
神火股份	35.7%	31.3%	(4.4)	8.8%	20.1%	11.2	39.6%	59.6%	20.0
冀中能源	27.1%	32.0%	4.8	11.2%	14.5%	3.3	13.6%	21.3%	7.7
山西焦煤	29.7%	42.2%	12.4	10.3%	20.3%	10.0	20.2%	38.6%	18.4
电投能源	34.0%	31.4%	(2.6)	19.4%	17.6%	(1.8)	18.7%	18.2%	(0.6)
郑州煤电	33.9%	35.9%	1.9	-0.2%	7.2%	7.4	-12.7%	4.2%	16.9
兰花科创	47.5%	54.5%	7.0	15.6%	23.3%	7.7	19.8%	22.6%	2.8
永泰能源	22.5%	21.5%	(0.9)	3.3%	4.6%	1.3	2.5%	4.4%	1.9
兖矿能源	29.4%	40.9%	11.6	12.2%	19.6%	7.4	26.6%	37.8%	11.2
华阳股份	36.1%	46.4%	10.3	11.2%	22.7%	11.5	15.7%	29.4%	13.7
盘江股份	34.6%	40.6%	5.9	13.4%	18.9%	5.5	16.8%	23.8%	7.0
安源煤业	6.6%	5.2%	(1.4)	0.6%	-0.8%	(1.4)	8.5%	-12.2%	(20.6)
大有能源	41.1%	45.0%	3.9	17.9%	21.5%	3.6	19.0%	20.4%	1.4
上海能源	20.7%	34.5%	13.9	4.0%	13.6%	9.6	3.6%	15.4%	11.8
山煤国际	37.9%	44.8%	7.0	16.3%	23.7%	7.4	47.3%	52.0%	4.8
恒源煤电	42.1%	50.8%	8.7	20.5%	29.9%	9.4	14.5%	23.1%	8.6
开滦股份	20.8%	16.3%	(4.6)	9.3%	5.9%	(3.3)	14.2%	13.4%	(0.8)
晋控煤业	54.4%	50.0%	(4.3)	34.7%	27.4%	(7.3)	48.6%	23.0%	(25.5)
中国神华	33.0%	39.0%	6.0	17.7%	23.7%	6.0	13.6%	18.1%	4.4
昊华能源	64.5%	54.7%	(9.8)	34.8%	23.4%	(11.3)	23.3%	13.4%	(9.9)
陕西煤业	35.8%	45.0%	9.1	22.2%	31.8%	9.7	27.2%	37.4%	10.2
平煤股份	27.6%	34.4%	6.8	11.0%	17.1%	6.1	18.0%	29.7%	11.7
潞安环能	48.7%	55.9%	7.2	15.2%	28.8%	13.7	21.7%	34.0%	12.3
中煤能源	18.2%	25.1%	6.9	8.2%	11.5%	3.3	12.4%	14.9%	2.5
ST 大洲	39.0%	47.1%	8.1	-7.7%	8.7%	16.4	-32.8%	-9.7%	23.0
辽宁能源	21.7%	26.1%	4.3	0.4%	2.9%	2.5	0.5%	3.8%	3.2
淮北矿业	19.8%	23.2%	3.4	8.0%	10.3%	2.3	19.7%	23.1%	3.4
新集能源	43.0%	42.4%	(0.6)	19.7%	19.5%	(0.3)	29.8%	19.8%	(10.0)
<b>加权平均</b>	<b>30.4%</b>	<b>37.1%</b>	<b>6.6</b>	<b>14.1%</b>	<b>20.0%</b>	<b>5.9</b>	<b>17.9%</b>	<b>23.2%</b>	<b>5.3</b>
<b>加权平均 (剔除中国神华)</b>	<b>29.6%</b>	<b>36.5%</b>	<b>6.9</b>	<b>12.9%</b>	<b>18.9%</b>	<b>6.0</b>	<b>20.6%</b>	<b>26.2%</b>	<b>5.6</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.7、应收账款周转天数、存货周转天数均同比减少

应收账款方面，2022年27家上市公司应收账款周转天数平均为19.6天，同比减少17.6%；平均存货周转天数19.9天，降幅2.7%。由于2022年煤炭市场整体供给偏紧，煤企的市场主导地位明显提升，应收账款和存货周转天数均缩减。

表8：2022年27家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比减少

公司名称	应收账款周转天数（天）			存货周转天数（天）		
	2021	2022	同比	2021	2022	同比
神火股份	6.5	4.5	-29.8%	39.2	36.1	-8.1%
冀中能源	17.4	22.4	28.9%	14.2	16.0	12.7%
山西焦煤	13.6	14.4	5.8%	36.1	28.0	-22.6%
电投能源	34.6	29.4	-15.0%	33.4	36.3	8.8%
郑州煤电	159.3	97.0	-39.1%	44.7	25.6	-42.7%
兰花科创	3.1	2.4	-20.4%	29.4	29.8	1.6%
永泰能源	37.0	29.1	-21.4%	11.3	13.0	14.4%
兖矿能源	12.0	11.4	-5.1%	27.1	26.4	-2.8%
华阳股份	25.6	21.5	-16.2%	10.1	14.1	39.6%
盘江股份	17.9	10.4	-41.6%	13.6	16.8	23.0%
安源煤业	19.8	23.4	18.1%	3.4	3.1	-11.2%
大有能源	37.8	33.4	-11.8%	13.5	14.2	5.6%
上海能源	13.5	9.3	-31.6%	13.5	15.9	17.8%
山煤国际	10.5	8.7	-17.6%	17.1	18.0	5.1%
恒源煤电	7.3	5.0	-31.5%	36.7	42.4	15.3%
开滦股份	27.1	19.6	-27.6%	22.6	20.5	-9.1%
晋控煤业	17.7	25.5	44.3%	19.6	15.4	-21.6%
中国神华	9.7	11.1	14.4%	20.4	21.2	4.1%
吴华能源	10.8	7.0	-35.8%	17.5	8.3	-52.6%
陕西煤业	16.6	10.5	-36.9%	17.0	13.5	-20.3%
平煤股份	18.3	22.8	24.5%	15.0	8.3	-44.3%
潞安环能	30.5	23.3	-23.7%	11.8	16.3	38.0%
中煤能源	11.5	12.9	11.9%	17.5	23.1	31.9%
ST大洲	4.0	4.3	8.1%	16.5	19.3	16.7%
辽宁能源	56.1	35.2	-37.2%	21.6	15.9	-26.1%
淮北矿业	9.2	8.7	-5.6%	14.8	20.1	35.8%
新集能源	14.4	26.1	80.9%	13.6	18.9	39.0%
<b>算数平均</b>	<b>23.8</b>	<b>19.6</b>	<b>-17.6%</b>	<b>20.4</b>	<b>19.9</b>	<b>-2.7%</b>
<b>算术平均（剔除中国神华）</b>	<b>24.3</b>	<b>19.9</b>	<b>-18.0%</b>	<b>20.4</b>	<b>19.8</b>	<b>-3.0%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.8、资产负债率同比减少，经营现金流与偿债能力大幅提升

经营性现金流方面，27家上市公司2022年合计为4387亿元，同比增长803亿元，增幅22.4%；资产负债率平均为45.9%，同比减少3.9个百分点；现金流动负债比率61.9%，同比增长11.1个百分点。如果剔除中国神华，26家上市公司合计经营

性现金流为 3290 亿元，同比增长 651 亿元，增幅 24.7%；资产负债率平均为 52.5%，同比减少 5.5 个百分点；现金流负债比率为 53.9%，同比增长 10.9 个百分点。综合来看，煤企资产负债率同比减少，经营状况改善回款增多带动经营现金流明显增长，偿债能力显著提升。

**表9：2022 年 27 家上市公司资产负债率同比减少，现金流和偿债能力提升（单位：百万元）**

公司 名称	经营性现金流			资产负债率			现金流动负债比率		
	2021	2022	同比 (绝对值)	2021	2022	同比 (pct)	2021	2022	同比 (pct)
神火股份	11,296	14,061	2,764	73.1%	65.0%	(8.2)	34.2%	40.5%	6.4
冀中能源	5,019	5,505	486	51.0%	51.6%	0.6	23.2%	24.6%	1.4
山西焦煤	11,008	16,915	5,907	63.1%	55.0%	(8.1)	39.2%	57.7%	18.5
电投能源	6,333	8,504	2,171	37.6%	35.1%	(2.4)	78.9%	154.3%	75.4
郑州煤电	42	1,180	1,138	81.3%	80.7%	(0.7)	0.4%	11.3%	10.9
兰花科创	3,287	5,699	2,412	55.1%	49.6%	(5.5)	28.1%	56.7%	28.5
永泰能源	5,119	6,443	1,323	55.8%	54.2%	(1.6)	26.0%	30.9%	4.9
兖矿能源	36,182	53,450	17,269	66.6%	56.7%	(9.9)	37.8%	64.3%	26.5
华阳股份	8,464	9,970	1,506	63.1%	57.6%	(5.5)	26.4%	39.7%	13.3
盘江股份	1,679	3,535	1,856	61.2%	58.1%	(3.1)	25.2%	42.1%	16.9
安源煤业	198	202	4	92.9%	94.7%	1.8	3.3%	2.8%	(0.5)
大有能源	5,741	3,093	(2,648)	64.4%	61.2%	(3.2)	48.0%	27.1%	(20.9)
上海能源	1,202	3,817	2,616	40.5%	37.2%	(3.3)	29.8%	89.7%	59.9
山煤国际	16,235	13,496	(2,740)	68.8%	58.7%	(10.1)	72.5%	66.2%	(6.3)
恒源煤电	2,153	2,990	836	43.4%	42.9%	(0.5)	34.2%	46.9%	12.7
开滦股份	4,378	4,041	(337)	47.5%	45.8%	(1.7)	40.3%	37.7%	(2.6)
晋控煤业	7,820	5,638	(2,182)	55.8%	49.8%	(6.0)	48.1%	34.3%	(13.8)
中国神华	94,575	109,734	15,159	26.6%	26.1%	(0.5)	103.1%	111.5%	8.4
昊华能源	4,279	4,207	(72)	51.3%	54.0%	2.6	85.0%	111.4%	26.3
陕西煤业	51,121	56,139	5,018	38.2%	35.9%	(2.3)	107.6%	110.7%	3.1
平煤股份	8,437	10,920	2,483	69.9%	66.6%	(3.3)	29.3%	28.8%	(0.5)
潞安环能	8,049	33,769	25,719	64.8%	48.1%	(16.7)	15.8%	88.3%	72.5
中煤能源	48,106	43,634	(4,472)	55.7%	51.5%	(4.3)	54.8%	41.6%	(13.3)
ST 大洲	346	434	88	68.6%	66.0%	(2.6)	25.2%	27.8%	2.6
辽宁能源	1,872	1,669	(203)	66.8%	64.5%	(2.3)	21.2%	19.4%	(1.8)
淮北矿业	11,053	16,669	5,616	56.7%	54.8%	(1.9)	38.9%	62.0%	23.1
新集能源	4,460	3,007	(1,453)	68.0%	63.2%	(4.8)	45.1%	27.6%	(17.5)
合计/ 加权平均	358,454	438,720	80,266	49.9%	45.9%	(3.9)	50.8%	61.9%	11.1
合计/加权平均 (剔除中国神 华)	263,879	328,986	65,107	58.0%	52.5%	(5.5)	43.0%	53.9%	10.9

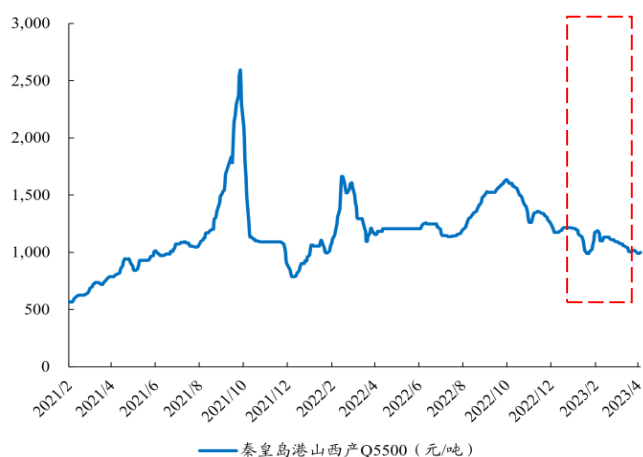
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、2023Q1 综述：煤企业绩继续上涨

### 2.1、2023Q1 煤价同比下跌，动力煤价高位震荡

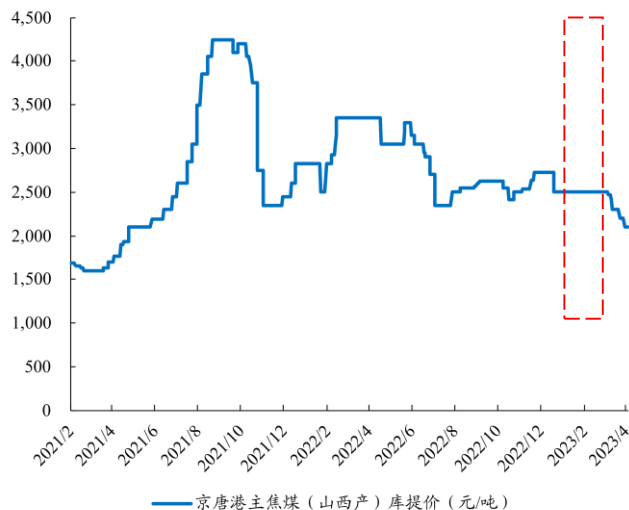
分煤种以及均价水平来看，2023 年 Q1 秦皇岛港山西产 Q5500 平仓均价为 1135 元/吨，同比下跌 3.7%；2023 年 Q1 京唐港主焦煤（山西产）均价为 2530 元/吨，同比下跌 13.7%。整体来看，2023Q1 动力煤及炼焦煤价格同比有所下跌。

图13：2023Q1 秦港动力煤价格延续回落



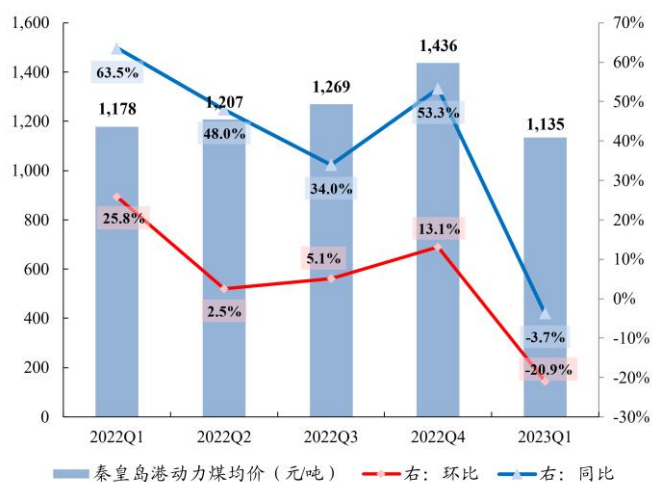
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023Q1 京唐港主焦煤价格较为平稳



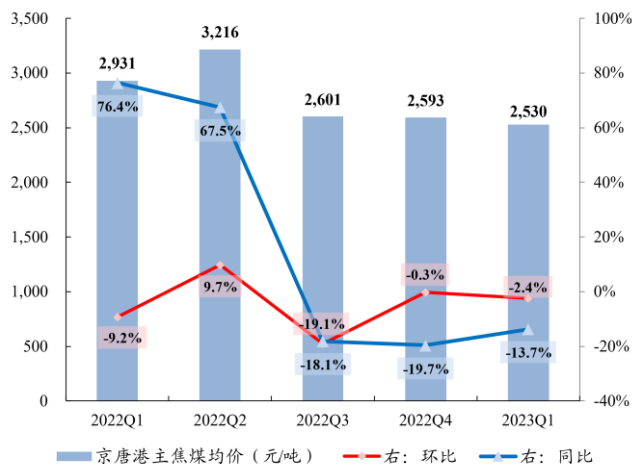
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2023Q1 秦港动力煤价格 1135 元/吨，同比下跌 3.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023Q1 京唐港主焦煤价格 2530 元/吨，同比下跌 13.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所



## 2.2、2023Q1 煤炭企业业绩同比提升

2023Q1 业绩同比继续上涨受益于煤企成本控制得当，煤企产销量多有提升，且焦煤季度长协同比上涨。27 家煤炭上市公司 2023 年 Q1 合计实现营业收入 3736 亿元，同比增长 1.1%；合计实现净利润 765 亿元，同比增长 2.3%；合计实现归属母公司净利润 626 亿元，同比增长 5.5%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，26 家煤炭上市公司 2023 年 Q1 合计实现营业收入 2865 亿元，同比增长 0.4%；净利润 553 亿元，同比增长 5.6%；合计实现归属母公司净利润 439 亿元，同比增长 9.0%。

表10：2023Q1 单季度 27 家上市公司业绩同比上涨（单位：百万元）

公司 名称	2022Q1 营业收入	2023Q1 营业收入	同比 变动	2022Q1 净利润	2023Q1 净利润	同比 变动	2022Q1 归母净利润	2023Q1 归母净利润	同比 变动
神火股份	10,750	9,515	-11.5%	2,249	1,696	-24.6%	1,948	1,546	-20.6%
冀中能源	9,232	7,925	-14.2%	1,193	2,890	142.2%	984	2,703	174.8%
山西焦煤	13,278	14,752	11.1%	2,703	3,079	13.9%	2,456	2,470	0.5%
电投能源	7,172	6,844	-4.6%	1,922	1,739	-9.5%	1,512	1,617	7.0%
郑州煤电	1,092	1,178	7.8%	110	120	9.6%	50	65	28.4%
兰花科创	3,271	3,017	-7.7%	895	780	-12.9%	875	773	-11.6%
永泰能源	7,739	7,068	-8.7%	280	399	42.7%	326	419	28.5%
兖矿能源	41,201	44,421	7.8%	8,152	6,941	-14.9%	6,677	5,652	-15.3%
华阳股份	8,998	8,379	-6.9%	1,528	1,892	23.8%	1,302	1,727	32.6%
盘江股份	2,868	2,863	-0.2%	520	362	-30.4%	479	350	-26.9%
安源煤业	1,982	1,667	-15.9%	(157)	59	-	(157)	57	-
大有能源	2,310	2,004	-13.2%	301	376	24.7%	241	315	30.6%
上海能源	3,126	3,142	0.5%	772	864	11.8%	780	835	7.1%
山煤国际	10,765	10,648	-1.1%	2,567	2,746	7.0%	1,653	1,686	2.0%
恒源煤电	2,354	2,238	-4.9%	385	611	58.7%	385	608	58.0%
开滦股份	5,531	6,262	13.2%	586	266	-54.7%	589	408	-30.8%
晋控煤业	4,123	3,715	-9.9%	1,288	1,040	-19.2%	900	711	-21.0%
中国神华	83,902	87,042	3.7%	22,446	21,263	-5.3%	18,957	18,612	-1.8%
昊华能源	1,744	2,243	28.6%	470	647	37.8%	314	430	36.9%
陕西煤业	39,569	44,809	13.2%	9,877	11,217	13.6%	5,694	6,911	21.4%
平煤股份	9,681	8,630	-10.9%	1,789	1,260	-29.6%	1,630	1,146	-29.7%
潞安环能	13,855	11,892	-14.2%	2,811	3,844	36.7%	2,466	3,380	37.1%
中煤能源	61,730	59,158	-4.2%	9,411	9,423	0.1%	6,793	7,155	5.3%
ST 大洲	357	305	-14.7%	97	5	-94.5%	35	(20)	-155.7%
辽宁能源	1,976	1,975	-0.1%	230	287	24.7%	230	287	24.7%
淮北矿业	17,912	18,994	6.0%	1,771	2,115	19.4%	1,621	2,111	30.2%
新集能源	2,880	2,896	0.6%	607	628	3.5%	528	594	12.5%
<b>合计</b>	<b>369,399</b>	<b>373,582</b>	<b>1.1%</b>	<b>74,804</b>	<b>76,547</b>	<b>2.3%</b>	<b>59,271</b>	<b>62,551</b>	<b>5.5%</b>
<b>合计（剔除 神华）</b>	<b>285,497</b>	<b>286,540</b>	<b>0.4%</b>	<b>52,358</b>	<b>55,284</b>	<b>5.6%</b>	<b>40,314</b>	<b>43,939</b>	<b>9.0%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、投资策略：宏观微观已显拐点，煤炭股高胜率和安全性兼备

**投资策略：**国内秦港 Q5500 动力煤平仓价于 1000 元/吨有明显的强支撑，年初以来已多次底部验证。秦港库存连续大跌，下游需求持续回暖，3 月火电发电量同比大增 9.1%，而水电同比下降 15.5%。宏观数据也预示经济向好，一季度 GDP 增速 4.5%，基础设施投资增长 8.8%，制造业投资增长 7.0%，经济超预期回升；社会融资规模增量为 5.38 万亿元，比 2022 年同期多 7079 亿元，刷新历史同期新高；3 月中国商品出口 3155.9 亿美元，同比 14.8%，市场预期值-7.1%，结束了此前连续五个月的下降态势，大超预期。综合的宏观与微观数据来看，经济走势实际上已出现拐点，我们预期持续强化的数据改善，有望扭转市场对经济悲观的预期，从而移除对顺周期板块估值上的压制。从股票投资配置而言，煤炭板块“攻守兼备”的逻辑得到验证，我们对煤炭板块仍维持高胜率与高安全边际的逻辑推荐：如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得 10%左右的股息率，从年报和一季报发布的实际情况来看，高分红与超预期的业绩表现，都得到了资本市场资金在股价层面上给予的正面回应；如果看多经济，煤炭股同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格还有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚到更多的资本利得或更好的超额收益。从安全性而言，我们认为煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 4-5 倍，以 PB-ROE 方法分析煤炭股高 ROE 而 PB 却大幅折价。陕西和内蒙在一级市场招牌挂出让矿权均实现了高溢价（陕西溢价率 500%+，内蒙溢价率 200%+），伊泰煤炭溢价 50%回购 H 股并港股退市，这些均证明当前煤炭企业价值被严重低估；通过煤炭股二十年复盘，盈利稳定性高且持续高分红的公司确实会提升估值，中国神华从 2021 年 11 月以来的估值提升就是强有力的证明，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。**高分红兼具高弹性的双重受益标的（前四再叠加高成长）：**山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际；**经济复苏及冶金煤弹性受益标的：**平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；**稳健高分红受益标的：**中国神华、陕西煤业（未覆盖）；**中特超预期差最大受益标的：**中煤能源；**能源转型受益标的：**华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

表11：煤炭板块大多维持高股息率

证券代码	上市公司	股价（元）	归母净利润（亿元）			PE	PB	2022 年分红比例	2022 股息率	评级
			2023/5/3	2022A	2023E					
601699.SH	潞安环能	20.15	141.7	149.3	4.0	1.1	60.2%	14.1%	买入	
600546.SH	山煤国际	17.3	69.8	73.8	4.6	2.3	63.9%	13.0%	买入	
600188.SH	兖矿能源	34.39	307.7	344.2	4.9	2.0	70.0%	12.7%	买入	
000983.SZ	山西焦煤	10.27	107.2	119.2	4.5	1.5	63.5%	12.7%	买入	
601225.SH	陕西煤业	19.57	351.2	303	6.3	1.7	60.2%	11.1%	未评级	
601666.SH	平煤股份	9.62	57.3	63.7	3.7	1.1	35.2%	9.0%	买入	
601088.SH	中国神华	29.08	696.3	730.1	7.8	1.4	72.8%	8.8%	买入	
600256.SH	广汇能源	9.29	113.4	167.9	3.6	1.9	45.8%	8.5%	买入	

600123.SH	兰花科创	12.71	32.2	36.3	4.0	0.9	35.4%	7.9%	买入
600985.SH	淮北矿业	13.59	70.1	77.5	4.3	1.0	37.2%	7.7%	买入
600348.SH	华阳股份	14	70.3	73	4.6	1.3	30.0%	6.3%	买入
601001.SH	晋控煤业	11.17	30.4	51.3	3.6	1.2	34.6%	5.6%	买入
601101.SH	昊华能源	6.35	13.4	29.9	3.0	0.8	36.4%	5.4%	买入
600395.SH	金能科技	9.28	21.9	25.5	5.7	1.2	40.1%	5.3%	买入
601898.SH	中煤能源	9.01	182.4	257.4	4.4	0.9	30.0%	4.6%	买入
000552.SZ	甘肃能化	3.37	31.7	15.4	10.0	0.9	20.4%	4.2%	买入
000933.SZ	宝丰能源	13.18	75.7	75.9	4.8	2.1	29.7%	2.6%	买入
002128.SZ	美锦能源	7.91	39.9	49.6	5.8	1.1	28.1%	2.3%	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表中已评级标的盈利及估值数据来自开源证券研究所预测，陕西煤业盈利预测和估值均来自于 Wind 一致预期。

#### 4、风险提示

- 经济增速下行风险。
- 供需错配引起的风险。
- 可再生能源加速替代风险。

## 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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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、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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

## 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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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10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