

煤炭开采洗选

煤炭行业 2022 年报综述

领先大市-A(维持)

高景气延续，盈利能力强劲，资产负债表进一步修复

2023 年 5 月 9 日

行业研究/行业分析

煤炭开采洗选板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证煤炭开采洗选】盈利能力创新高，负债率与 2011 年相当-煤炭行业三季报综述 2022.10.31

【山证煤炭开采洗选】景气提升报表修复，基金持仓比例仍高-【山证煤炭】煤炭行业 2022 年中报综述 2022.9.16

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：2022 年高景气延续。**供给端，2022 年产量增速较高，但下半年增速边际下降，晋陕蒙新四大产区贡献主要增量。需求端，2022 年火电发电量增速出现一定萎缩，但较疫情前的 2019 年仍有较大增幅。地产拐点尚未到来，焦煤、钢铁等下游需求放缓。进口方面，俄乌冲突抑制国内进口煤，俄煤弥补一定缺口。价格与利润角度，煤炭均价大幅提升，焦炭利润水平偏低。

➢ **报表总结：2022 年业绩改善，报表持续修复。**2022 年 29 家煤炭开采上市公司（剔除新上市的陕西能源和苏能股份）合计收入 15446 亿元，同比增涨 8.8%，实现合计归母净利 2381 亿元，同比增涨 56%；2022 年行业负债率延续下降趋势。2022 年行业销售毛利率达到 38%，净利率达到 16%，均为 10 年新高。2022 年 29 家公司加权平均资产负债率 45.48%，负债率继续下降。

➢ **指标排名：产销量增涨分化，利润率大幅改善。**2022 年煤炭上市公司平均产、销量增速放缓，其中部分公司产量略微收缩，销量升降参半。部分资源枯竭或地质条件较为复杂省份的煤炭上市产、销量仍延续了负增长态势。部分公司产销增速出现背离，主要受保供全覆盖导致市场煤源减少及上市公司聚焦主业，减少贸易量或集团采购等因素有关。产量和销量增幅在 10% 以上的公司分别为 4 家和 8 家。周期向上，煤炭上市公司盈利继续强劲。2022 年报大部分上市公司业绩高速增长，仅有 3 家上市公司报亏。

➢ **投资策略：2023 超预期因素或来自需求，受益标的值得关注。**2022 年价格超预期上涨，行业景气度延续，主要超预期因素为俄乌战争导致全球煤炭贸易格局重塑，海外煤价涨幅高于国内煤价，进口受限。2022 年下半年受美国持续加息、国际银行危机暴露等影响，国际能源价格明显回落。国内受保供政策影响，煤炭价格也开始有所下跌。展望 2023 年，煤炭生产方面安监趋紧有望延续，国内煤炭产量的增加空间有限。随着欧美银行危机缓解，美元加息节奏放缓，夏季度峰到来之前，补库需求仍存，国际煤炭市场有望重新活跃，印尼、蒙古煤价整体向上调整，我国煤炭进口的边际成本增加，2023 年煤炭进口仍存变数；需求方面，随着稳经济政策加大力度落地，工业用电及非电用煤需求增长空间仍存，煤炭行业景气度有望维持。同时，随着市场调整，煤炭股板块动态估值仍然偏低，叠加高股息率水平，板块后期安全边际较高，有较高的配置价值。配置建议如下：预计 5、6 月份煤炭价格博弈加剧，行业进入布局期，关注几类标的。第一，央企国企价值临重估风口，煤炭全产业链龙头中国神华和潜在增量且被低估的中煤能源或将受





益。第二，随着年度业绩预告释放，部分超预期标的动态估值较其他可比公司偏低，修复可期，如靖远煤电和恒源煤电。第三，山西焦煤具备稀缺增量，旺季料将有所表现。第四，在 3-5 月的市场环境下，陕西煤业、山煤国际、潞安环能、平煤股份等高弹性标的把握波段是关键。第五，海外能源价格仍具备上涨逻辑，产能分布广泛、长协占比较低以及未来仍具备增量预期的兖矿能源和未来煤炭增量空间居前且有望受益海外能源价格反弹的广汇能源需等待时机。

风险提示：价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；海外煤价大幅下跌；其他扰动因素。

目录

1. 行业基本面观察：高景气延续.....	5
1.1 供给：2022 年下半年产量增速边际下降，四大产区贡献主要增量.....	5
1.2 需求：疫情冲击和地产下行影响煤炭消费.....	6
1.3 进口：俄乌冲突抑制国内进口煤，俄煤弥补一定缺口.....	7
1.4 价格：煤炭均价大幅提升，焦炭利润水平偏低.....	8
2. 报表总结：2022 年业绩改善，报表持续修复.....	10
2.1 2022 年板块归母净利润同比增 56%.....	10
2.2 产销量放缓，价格增 54%.....	11
2.3 成本刚性和滞后性显现.....	12
2.4 平均吨煤毛利.....	13
2.5 盈利质量提升，资产负债表继续修复.....	13
3. 指标排名：产销量增涨分化，利润率大幅改善.....	15
4. 投资策略：超预期因素或来自需求，受益标的值得关注.....	19
5. 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 2022 年全国煤炭产量上涨较多.....	5
图 2： 2022 年分省份煤炭产量、增速及增量贡献率.....	5
图 3： 2022 年火电产量增速明显下滑.....	6
图 4： 2022 年水泥产量增速继续下滑.....	6
图 5： 2022 年焦炭产量增长.....	7
图 6： 2022 年生铁产量增速继续为负.....	7
图 7： 2022 年进口量收缩.....	7

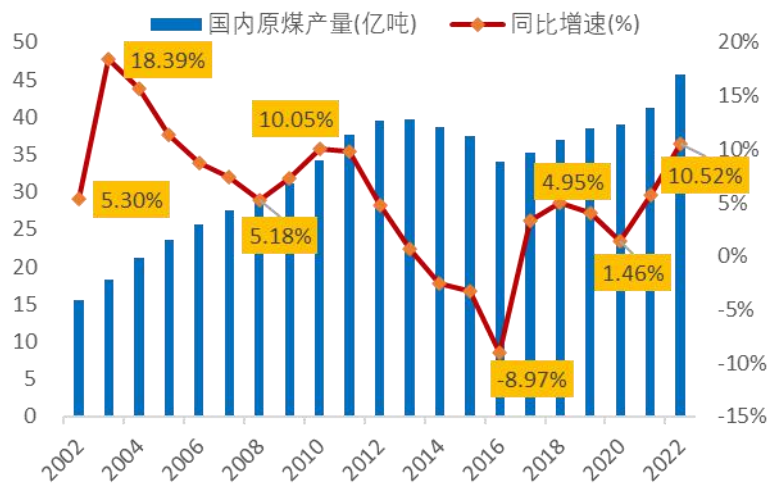
图 8: 2022 年动力煤进口量明显下降.....	7
图 9: 俄国动力煤进口量持续增涨（万吨）	8
图 10: 蒙古和俄国炼焦煤进口量有所增涨（万吨）	8
图 11: 山西优混 Q5500 市场价走势强劲.....	8
图 12: 动力煤均价继续抬升.....	8
图 13: 炼焦煤淡旺季变化明显.....	9
图 14: 炼焦煤均价较去年同期明显增加.....	9
图 15: 2022 年焦炭价格中枢有所抬升.....	9
图 16: 2022 年焦炭利润维持偏低水平.....	9
图 17: 2011-2022 年煤炭上市公司（29 家）平均毛利率与净利率.....	11
图 18: 2011-2022 煤炭上市公司资产负债率.....	11
图 19: 2015-2022 年 25 家样本煤炭上市公司平均吨煤售价及吨煤成本.....	12
图 20: 2006-2022 年煤炭上市公司人均现金支出	单位：万元/人/年.. 12
图 21: 2015-2022 年样本煤炭上市公司（25 家）平均吨煤毛利和净利.....	13
图 22: 2011-2022 煤炭上市公司应收账款及应收票据占营业收入比重（%）	14
图 23: 2011-2022 板块经营净现金/归母净利.....	14
图 24: 2011-2022 煤炭上市公司资产负债率.....	14
表 1: 煤炭板块利润表（29 家煤炭公司合计） 单位：亿元，%.....	10
表 2: 2022 煤炭上市公司煤炭产量、销量及增涨率排名 单位：万吨.....	15
表 3: 煤炭上市公司归母净利及增涨幅度排名 单位：亿元.....	16

1. 行业基本面观察：高景气延续

1.1 供给：2022 年下半年产量增速边际下降，四大产区贡献主要增量

2022 年煤炭保供发力，国内产量供给增速较大，全国煤炭产量实现 45.6 亿吨，较去年同比上涨 10.56%。全年煤炭产量增加 4.3 亿吨。但考虑到产能核增、保供下并联审批，先产后批等手段集中在 2022 年上半年兑现，下半年煤炭产量增速回落至 9.44%，低于上半年的 14.73%。

图 1：2022 年全国煤炭产量上涨较多



资料来源：CCTD，山西证券研究所

晋陕蒙疆贵四大产区贡献主要增量，贵州产区产量收缩。从结构上看，2022 年贡献增量主要的区域分别为内蒙古、山西、新疆、陕西四个产区。其中内蒙古从绝对增量和增量贡献度两个维度上均明显高于其他产区。受区域市场供需紧张及价格高企影响，新疆煤炭外运范围扩围至湖南、湖北和江西等地区，产量增速也上涨明显。除上述四区和贵州外，其他省份煤炭产量在保供下也有所增长，但贵州地区受开采条件限制及重组整合等影响，煤炭产量有所下滑。

图 2：2022 年分省份煤炭产量、增速及增量贡献率

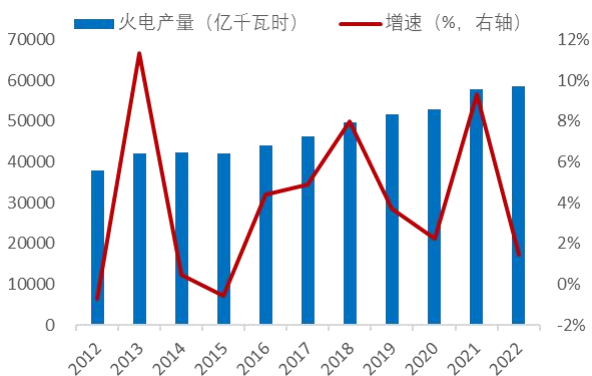
省份	当年产量 (万吨)	上年产量 (万吨)	增速 (%)	增量(万 吨)	增量贡献 (%)
全国合计	449584	407136	10.43%	42448	100.00%
山西	130715	119316	9.55%	11398	26.85%
内蒙古	117410	103896	13.01%	13514	31.84%
陕西	74605	69994	6.59%	4611	10.86%
新疆	41282	31992	29.04%	9290	21.89%
贵州	12814	13120	-2.34%	-306	-0.72%
其他省份	72760	68818	5.73%	3942	9.29%

资料来源：CCTD，山西证券研究所

1.2 需求：疫情冲击和地产下行影响煤炭消费

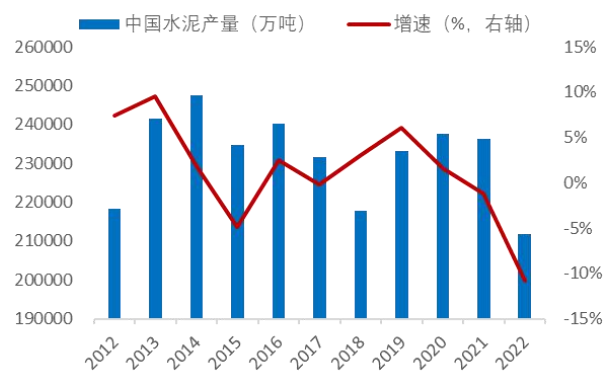
2022年火电发电量增速出现萎缩,但较疫情前的2019年仍有较大增幅。2022年火电发电量实现58531亿千瓦时,同比增长1.44%,火电产量增速下降主要受疫情反复影响。但相比疫情前的2019年,火电发电量仍增长13.31%,说明我国电力需求增速仍强,火电需求达峰尚需时日。2022年火电发电量占比69.77%,仍是我国电力市场最主要构成。

图3：2022年火电产量增速明显下滑



资料来源：wind，山西证券研究所

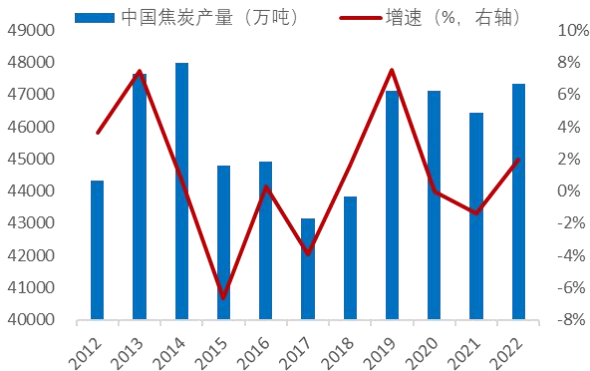
图4：2022年水泥产量增速继续下滑



资料来源：wind，山西证券研究所

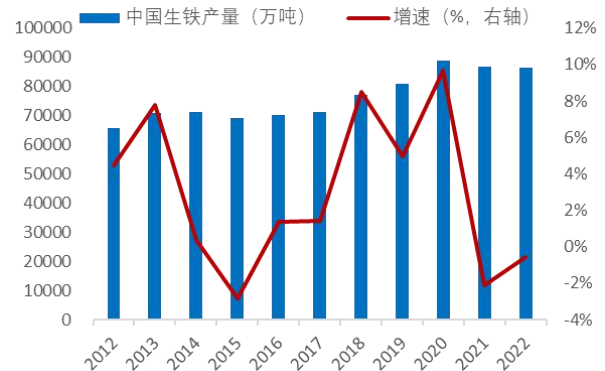
地产拐点尚未来到,下游需求放缓。2022年水泥产量实现21.18亿吨,同比降10.8%;同期焦炭产量实现4.73亿吨,同比增1.93%;生铁产量实现8.64亿吨,同比降0.55%。

图 5：2022 年焦炭产量增长



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：2022 年生铁产量增速继续为负

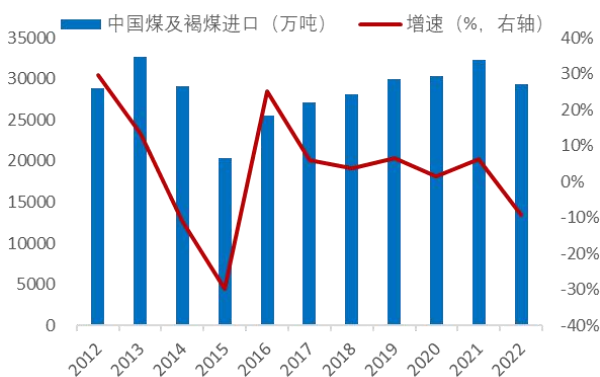


资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 进口：俄乌冲突抑制国内进口煤，俄煤弥补一定缺口

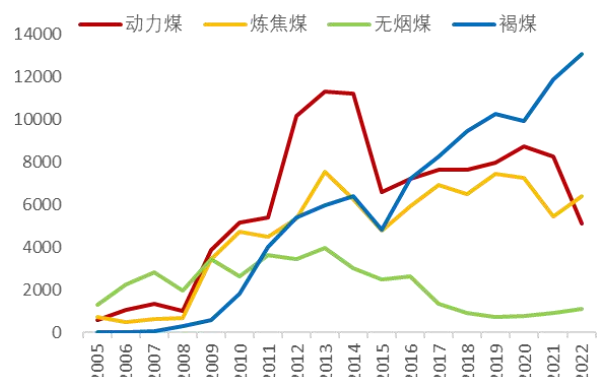
俄乌冲突影响海外煤炭贸易，中外价格倒挂抑制进口。2022 年 2 月俄乌冲突导致全球能源煤炭贸易格局重塑，全球煤炭价格受此影响均出现明显上涨。一方面，全球煤炭需求增长，导致煤炭向我国出口来源减少；另一方面，国内煤炭价格涨幅低于国际煤价，国内煤价尤其是动力煤价格与海外长期倒挂，也抑制了进口煤。2022 年中国煤及褐煤进口量实现 2.93 亿吨，同比降低 9.29%。结构上看，进口缩量主要来自于动力煤，2022 年中国动力煤进口量为 5105 万吨，同比降 37.99%。

图 7：2022 年进口量收缩



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：2022 年动力煤进口量明显下降

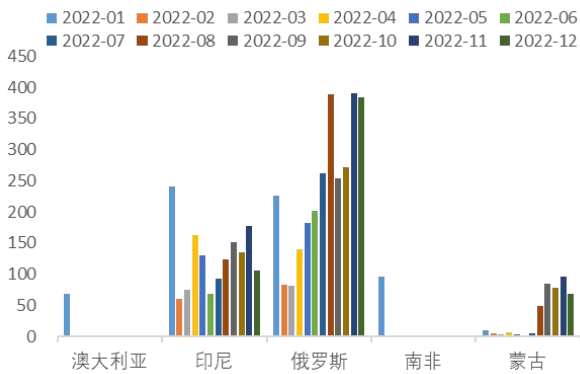


资料来源：wind，山西证券研究所

国内进口煤来源国结构也有所变化。分国别看，因西方国家对俄国能源实行较为强力的制裁措施，中俄煤炭贸易量持续增加。战争爆发后，俄国对华无论在动力煤还是炼焦煤出口方面均有一定程度增加。蒙古国前期因疫情原因通关受阻，二季度随着通关逐渐放开，对华炼焦煤出口呈现不断上升趋势。印尼因上

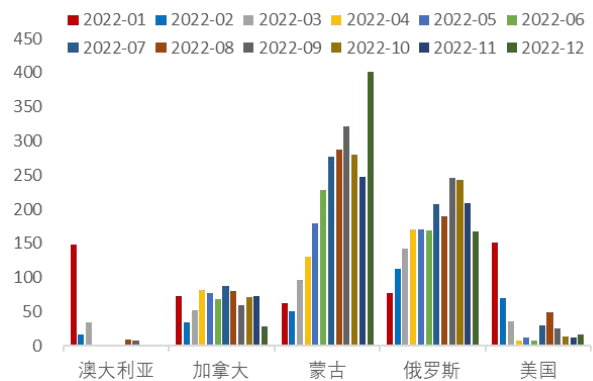
半年暂停进口和大幅提高印尼国内煤炭基准价格等方式，对华出口量有所降低。澳大利亚进口量则仍维持偏低水平。

图 9：俄国动力煤进口量持续增涨（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：蒙古和俄国炼焦煤进口量有所增涨（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

1.4 价格：煤炭均价大幅提升，焦炭利润水平偏低

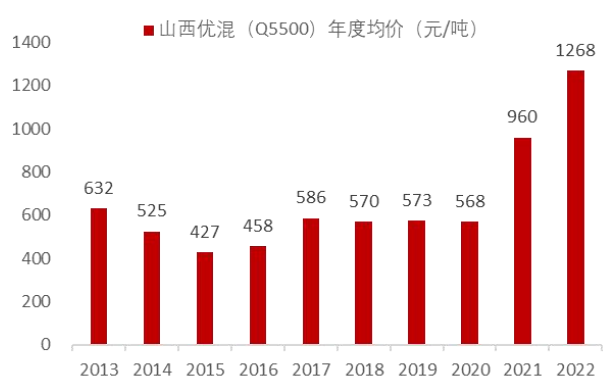
动力煤价格受国际能源危机上涨，2022 年全年价格坚挺。2022 年山西优混 Q5500 市场均价为 1268.08 元/吨，同比上涨 32.12%。分季度来看，煤价呈现逐季上涨状态，其中一季度均价为 1131 元/吨，同比增 58.34%；二季度均价为 1243 元/吨，同比增 47.18%；三季度均价为 1257.99 元/吨，同比增 26.73%；四季度均价为 1440.81 元/吨，同比增 11.86%。

图 11：山西优混 Q5500 市场价走势强劲



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：动力煤均价继续抬升

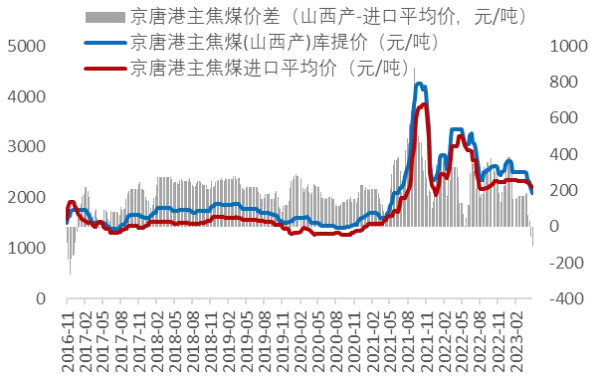


资料来源：wind，山西证券研究所

炼焦煤价格上半年大幅上行，之后受需求端影响回落。2022 年京唐港主焦煤均价为 2831.53 元/吨，同比上涨 12.57%；分季度来看，二季度最高，之后有所回落，其中一季度均价为 2931 元/吨，同比增 76.36%；二季度均价为 3216 元/吨，同比增 67.00%；三季度均价为 2601 元/吨，同比变化-18.11%；四季度均价为 2593

元/吨，同比变化-19.68%。

图 13：炼焦煤淡季旺季变化明显



资料来源：wind，山西证券研究所

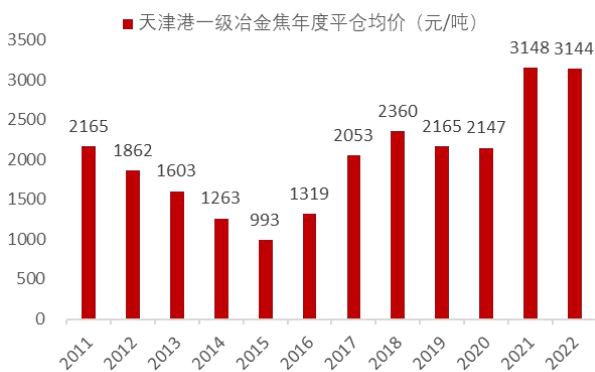
图 14：炼焦煤均价较去年同期明显增加



资料来源：wind，山西证券研究所

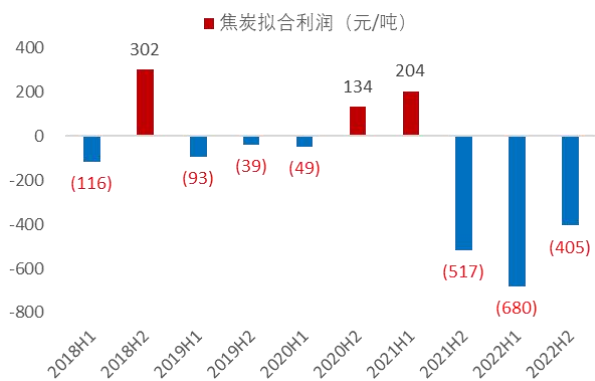
成本逻辑主导，焦炭价格先扬后抑，均价变化不大，利润维持偏低水平。2022 年焦炭价格均价为 3144 元/吨，同比变化-0.12%；下半年拟合焦化厂利润为-405 元/吨，较去年同期有所回升，但仍然偏低。

图 15：2022 年焦炭价格中枢有所抬升



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：2022 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：2022 年业绩改善，报表持续修复

2.1 2022 年板块归母净利同比增 56%

2022 年 29 家煤炭开采上市公司（剔除新上市的陕西能源和苏能股份）合计收入 15446 亿元，同比增涨 8.8%，实现合计归母净利 2381 亿元，同比增涨 56%；受四季度疫情反复及煤炭价格回落影响，2022 年四季度合计实现收入 3750 亿元，同比变化-10%，环比三季度变化-4.73%；实现归母净利 391 亿元，同比增-1.5%，环比 2022 年三季度变化-32.93%。

表 1：煤炭板块利润表（29 家煤炭公司合计） 单位：亿元，%

项目	2021 A	2022A	YoY	2021Q 4	2022Q3	2022Q 4	QoQ (同 比)	QoQ (环 比)	2022Q1	2023Q 1	QoQ
营业收入	1419 4	15446	8.8 %	4179	3936	3750	-10.3%	-4.7%	3729	3787	1.6%
营业成本	1175 4	11852	0.8 %	3419	2980	3055	-10.7%	2.5%	2831	2890	2.1%
毛利率	17%	23%		18.2%	24.3%	18.5%			24.1%	23.7%	
营业费用	84	117	40%	-64	32	35	-155.0 %	11.5%	26	26	0.2%
营业费用 率	0.59 %	0.76%		-1.54%	0.8%	0.9%			0.69%	0.7%	
管理费用	524	580	11%	176	130	193	9.5%	48.6%	121	126	4.0%
管理费用 率	4%	4%		4.21%	3.3%	5.1%			3.3%	3.3%	
财务费用	212	201	-5%	51	40	73	36.4%	83.3%	46	37	-20%
财务费用 率	1.49 %	1.30%		1.21%	1.0%	1.9%			1.2%	1.0%	
利润总额	2493	3769	51%	740	944	672	-9.2%	-28.8%	917	943	2.8%
利润率	18%	24%		17.71%	24.0%	17.9%			24.6%	24.9%	
所得税	570	786	38%	224	196	167	-25.3%	-14.8%	188	183	-2.5 %
有效税率	4%	5%		5.37%	5.0%	4.5%			5.0%	4.8%	
归母净利	1527	2381	56%	397	583	391	-1.5%	-33.0%	576	620	7.6%
净利润率	11%	15%		9.49%	14.8%	10.4%			15.5%	16.4%	

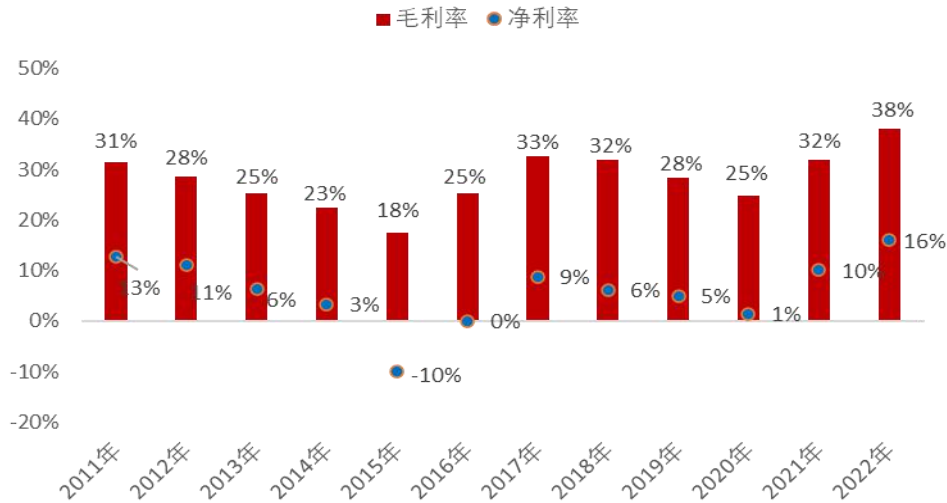
资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，行业毛利率在 2020 年达到本轮周期的底部后，在 2021 年回到上升周期，2022 年毛利率及净利率持续提升。2022 年煤炭行业景气度继续提升，行业销售毛利率达到 38%，为近 10 年的新高；行业



销售净利率达到 16%，也是 10 年新高。

图 17：2011-2022 年煤炭上市公司（29 家）平均毛利率与净利率

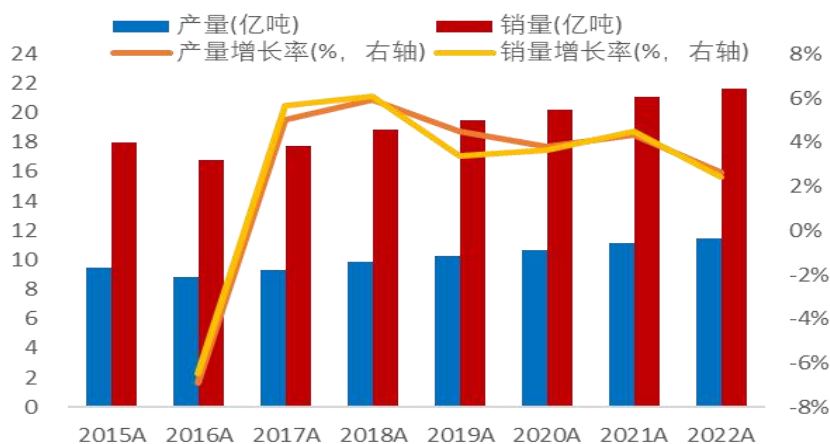


资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.2 产销量放缓，价格增 54%

2022 年煤炭上市公司产量增速放缓。25 家样本煤炭上市公司合计实现煤炭产量 11.43 亿吨，同比增长 2.64%，增幅较上年下降 1.7 个百分点，远低于全国产量增幅；实现煤炭销量 13.11 亿吨，同比降 4.71%。销量下降的主要原因，一是 2022 年保供政策要求长协全覆盖，市场煤份额减少，部分上市公司外购市场煤量减少；二是煤炭上市公司聚焦主业，继续压缩贸易业务；第三是因 2022 年疫情反复，导致煤炭运输、销售等受到制约，影响煤炭贸易量，导致销量的增幅小于产量增幅。

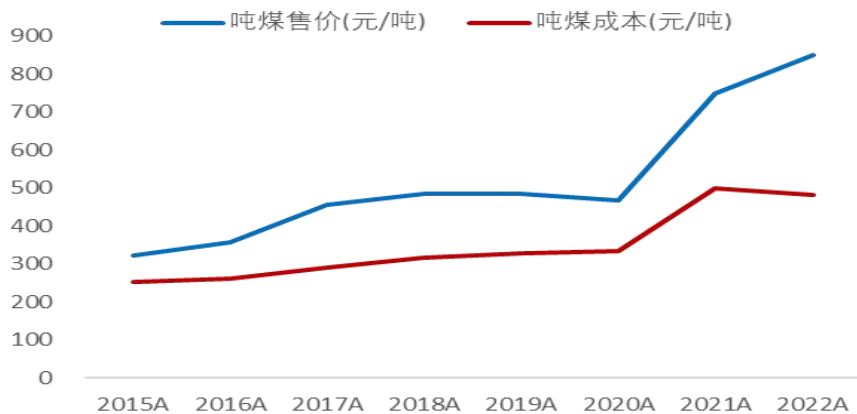
图 18：2011-2022 煤炭上市公司资产负债率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2021 年煤炭上市公司煤炭销售价格（算数平均）为 848.22 元/吨，同比增 13.43%；吨煤售价超过 2006 年以来的极值，是煤炭产业盈利最好的时期之一。同时，受益于煤炭上市公司普遍采取降本增效措施，2022 年煤炭板块吨煤成本 482.53 元/吨，同比变化-3.23%。

图 19：2015-2022 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：公司公告，山西证券研究所

2.3 成本刚性和滞后性显现

煤炭行业成本以人力成本为占比最大项，且随着经济发展逐年增加，具有一定刚性。2022 年煤炭上市公司吨煤成本（算数平均）为 482.53 元/吨，同比变化-3.23%，增速明显小于价格增速。成本的增项主要来自人工成本。2022 年全部 29 家上市公司平均支付给职工以及为职工支付的现金平均为 23.49 万元/人/年，同比上涨 19.12%，2016 年以来人工成本连续六年上涨，再创历史新高。

图 20：2006-2022 年煤炭上市公司人均现金支出

单位：万元/人/年

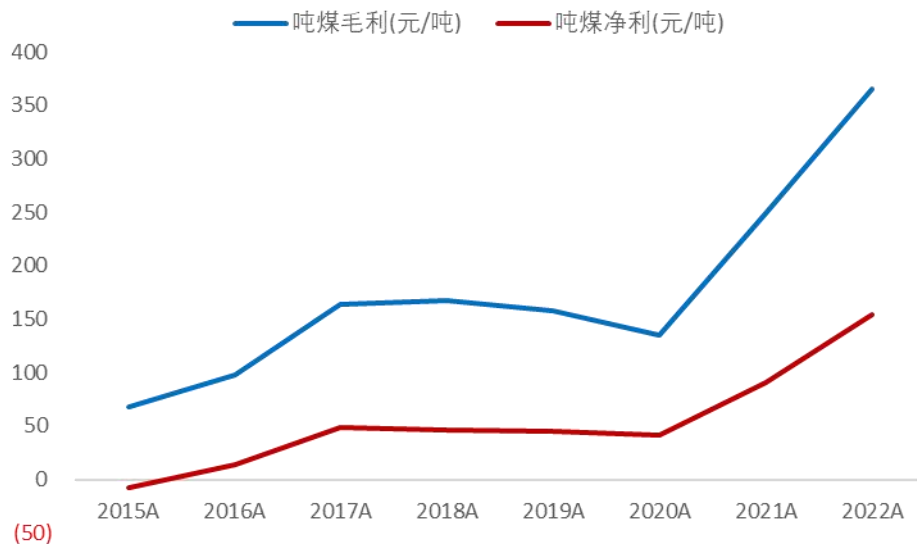


资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.4 平均吨煤毛利

受益煤炭价格上涨，25家样本煤炭上市公司平均实现吨煤毛利（简单平均）为365.69元/吨，同比增加46.76%。25家煤炭上市公司平均吨煤净利为154.75元/吨，同比增长70.17%，增幅高于吨煤毛利。

图 21：2015-2022 年样本煤炭上市公司（25 家）平均吨煤毛利和净利



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.5 盈利质量提升，资产负债表继续修复

受益于煤炭板块的毛利率和净利率大幅提升，煤炭上市公司的盈利能力和经营质量持续改善。2022年25家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4.76%，同比继续下降0.53个百分点；经营现金流量净额与归母净利润的比值为1.79倍，煤炭上市公司盈利质量持续强劲。

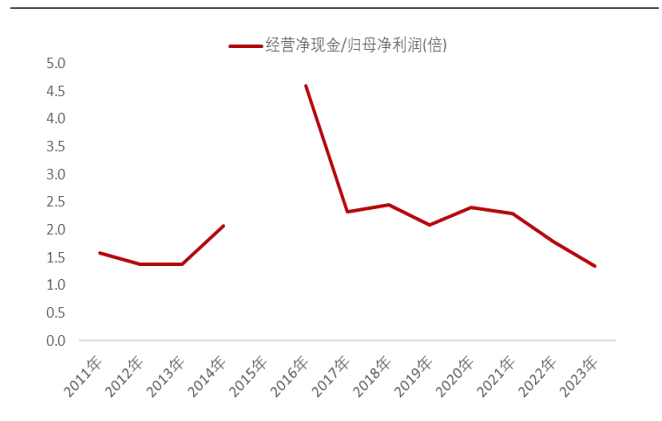
供给侧改革以来资产负债率持续下降的趋势在 2020 年因市场对弱资质国企进行了信用攻击而终止，行业负债率小幅提升，2021 年以来随着景气度回升资产负债率再次迎来修复。2021 年和 2022 年 29 家公司加权平均资产负债率为 49.38%和 45.48%，负债率继续下降。上市公司负债普遍在合理水平，2022 负债率仍在 70%以上公司仅有安源煤业（94.69%）、郑州煤电（80.65%）。

图 22：2011-2022 煤炭上市公司应收账款及应收票据占营业收入比重（%）



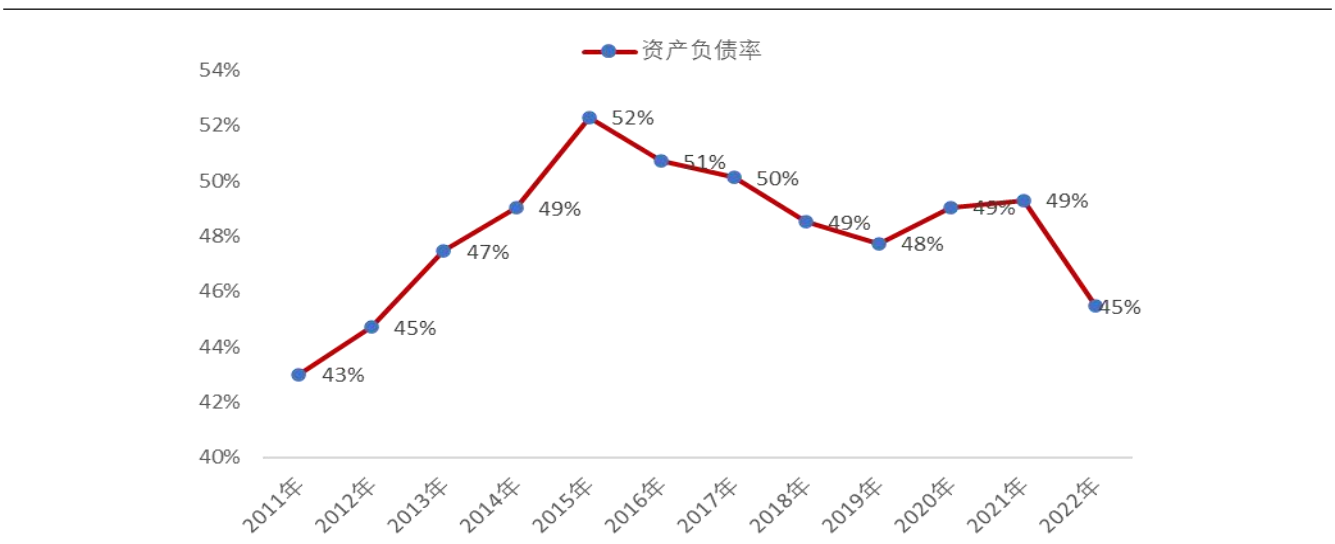
资料来源：wind，山西证券研究所

图 23：2011-2022 板块经营净现金/归母净利润



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：2011-2022 煤炭上市公司资产负债率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

3. 指标排名：产销量增涨分化，利润率大幅改善

2022年煤炭上市公司平均产、销量增速放缓，其中部分公司产量略微收缩，销量升降参半。部分资源枯竭或地质条件较为复杂省份的煤炭上市产、销量仍延续了负增长态势。部分公司产销增速出现背离，主要受保供全覆盖导致市场煤源减少及上市公司聚焦主业，减少贸易量或集团采购等因素有关。

产量和销量增幅在10%以上的公司分别为3家和7家。产量增幅最大的5家公司分别为辽宁能源、郑州煤电、兰花科创、新集能源和ST大洲；销量增幅最大的前5家公司分别为辽宁能源、中煤能源、中国神华、郑州煤电、兰花科创。

表2：2022煤炭上市公司煤炭产量、销量及增涨率排名 单位：万吨

名称	子行业	煤炭产量			名称	子行业	煤炭销量		
		2022A	2021A	YoY			2022A	2021A	YoY
辽宁能源	动力煤	629.99	514.66	22.41%	辽宁能源	动力煤	637.15	512.26	24.38%
郑州煤电	动力煤	599.28	510.98	17.28%	中煤能源	动力煤	26295.00	30680.00	16.68%
兰花科创	无烟煤	1145.93	1040.27	10.16%	中国神华	动力煤	41780	48230	15.44%
新集能源	动力煤	1841.90	1696.04	8.60%	郑州煤电	动力煤	620.70	538.01	15.37%
ST大洲	动力煤	272.85	289.11	5.96%	兰花科创	无烟煤	1163.27	1026.85	13.29%
兖矿能源	动力煤	9952.80	10502.50	5.52%	山西焦煤	炼焦煤	3217.00	3622.00	12.59%
永泰能源	炼焦煤	1103.24	1074.24	2.70%	安源煤业	动力煤	127.07	141.95	11.71%
山西焦煤	炼焦煤	4385.00	4450.00	1.48%	ST大洲	动力煤	260.48	283.11	8.69%
山煤国际	动力煤	4057.49	4041.73	0.39%	甘肃能化	动力煤	1415.41	1523.15	7.61%
电投能源	动力煤	4599.88	4598.22	-0.04%	新集能源	动力煤	1811.03	1690.02	7.16%
甘肃能化	动力煤	1494.02	1482.48	-0.77%	淮北矿业	炼焦煤	1882.36	1975.88	4.97%
淮北矿业	炼焦煤	2290.28	2257.55	-1.43%	永泰能源	炼焦煤	1101.38	1071.28	2.81%
华阳股份	无烟煤	4523.00	4610.13	-1.89%	陕西煤业	动力煤	22487.80	23057.75	2.53%

名称	子行业	煤炭产量			名称	子行业	煤炭销量		
		2022A	2021A	YoY			2022A	2021A	YoY
冀中能源	炼焦煤	2636.63	2586.34	-1.91%	兖矿能源	动力煤	10374.60	10564.50	1.83%
中国神华	动力煤	31340.00	30700.00	-2.04%	冀中能源	炼焦煤	2892.00	2909.31	0.60%
上海能源	动力煤	594.82	580.80	-2.36%	上海能源	动力煤	579.35	582.22	0.50%
中煤能源	动力煤	11917.00	11420.00	-4.17%	电投能源	动力煤	4599.80	4603.68	0.08%
潞安环能	炼焦煤	5690.00	5436.00	-4.46%	平煤股份	炼焦煤	3092.29	3065.07	-0.88%
平煤股份	炼焦煤	3030.00	2885.00	-4.79%	恒源煤电	动力煤	704.18	739.37	-4.76%
晋控煤业	动力煤	3280.00	3497.17	-6.21%	潞安环能	炼焦煤	5294.00	5035.00	-4.89%
盘江股份	炼焦煤	1507.92	1407.37	-6.67%	昊华能源	无烟煤	1489.00	1387.00	-6.85%
恒源煤电	动力煤	933.98	1010.47	-7.57%	大有能源	动力煤	1162.20	1270.30	-8.51%
昊华能源	无烟煤	1490.00	1372.00	-7.92%	晋控煤业	动力煤	2731.00	3036.81	-10.07%
安源煤业	动力煤	143.60	157.15	-8.62%	盘江股份	炼焦煤	1276.03	1121.21	-12.13%
大有能源	动力煤	1157.58	1272.49	-9.03%	山煤国际	动力煤	5387.83	4583.26	-14.93%
陕西煤业	动力煤	15727.93	14169.66	-9.91%	华阳股份	无烟煤	4642.00	5971.19	-22.26%

资料来源：wind，山西证券研究所

周期向上，煤炭上市公司盈利继续强劲。2022 年报大部分上市公司业绩高速增长，仅有 3 家上市公司报亏。

从归母净利润增涨幅度来看，2022 年增涨幅度前 5 名的公司分别为辽宁能源、上海能源、甘肃能化、山西焦煤、潞安环能；2022 年四季度归母净利润增涨幅度前 5 的公司，分别为甘肃能化、潞安环能、山西焦煤、华阳股份、恒源煤电。

表 3：煤炭上市公司归母净利及增涨幅度排名 单位：亿元

公司	子行业	2022A	2021A	YoY	公司	子行业	2022Q4	2021Q4	QoQ
辽宁能源	动力煤	1.95	0.27	631.59%	000552.SZ	甘肃能化	动力煤	24.59	2.60
上海能源	动力煤	17.40	3.73	366.02%	601699.SH	潞安环	炼焦煤	49.00	8.83

公司	子行业	2022A	2021A	YoY	公司	子行业	2022Q4	2021Q4	QoQ
甘肃能化	动力煤	31.69	7.24	337.73%	000983.SZ	山西焦煤	炼焦煤	24.25	9.92
山西焦煤	炼焦煤	107.22	41.66	157.38%	600348.SH	华阳股份	无烟煤	20.67	12.43
潞安环能	炼焦煤	141.68	67.08	111.20%	600971.SH	恒源煤电	动力煤	9.06	5.74
华阳股份	无烟煤	70.26	35.34	98.81%	600985.SH	淮北矿业	炼焦煤	17.92	11.38
平煤股份	炼焦煤	57.25	29.22	95.90%	600508.SH	上海能源	动力煤	-3.82	-2.50
兖矿能源	动力煤	307.74	162.59	89.27%	600395.SH	盘江股份	炼焦煤	5.36	3.72
盘江股份	炼焦煤	21.94	11.72	87.14%	000571.SZ	ST大洲	动力煤	-1.14	-0.82
恒源煤电	动力煤	25.13	13.87	81.15%	600397.SH	安源煤业	动力煤	1.10	0.85
永泰能源	炼焦煤	19.09	10.64	79.42%	601088.SH	中国神华	动力煤	104.95	95.18
陕西煤业	动力煤	351.23	211.40	66.15%	002128.SZ	电投能源	铝	7.26	6.86
冀中能源	炼焦煤	44.58	27.39	62.73%	600157.SH	永泰能源	炼焦煤	3.68	3.48
淮北矿业	炼焦煤	70.10	47.80	46.63%	601225.SH	陕西煤业	动力煤	68.16	68.82
山煤国际	动力煤	69.81	49.38	41.38%	601666.SH	平煤股份	炼焦煤	9.97	11.54
中国神华	动力煤	696.26	502.69	38.51%	600188.SH	兖矿能源	动力煤	36.46	47.27
中煤能源	动力煤	182.41	132.82	37.33%	600546.SH	山煤国际	动力煤	15.87	31.83
兰花科创	无烟煤	32.24	23.53	37.03%	600123.SH	兰花科创	无烟煤	4.65	9.45
大有能源	动力煤	15.55	12.89	20.68%	601918.SH	新集能源	动力煤	2.23	6.16
电投能源	动力煤	39.87	35.60	11.99%	000937.SZ	冀中能源	炼焦煤	4.73	13.72
新集能源	动力煤	20.64	24.34	-15.19%	600403.SH	大有能源	动力煤	1.85	7.48
淮河能源	动力煤	3.47	4.36	-20.50%	600121.SH	郑州煤电	动力煤	0.12	-1.42
昊华能源	无烟煤	13.44	20.14	-33.30%	601001.SH	晋控煤业	动力煤	-3.39	20.62

公司	子行业	2022A	2021A	YoY	公司	子行业	2022Q4	2021Q4	QoQ
晋控煤业	动力煤	30.44	46.58	-34.65%	601101.SH	昊华能源	无烟煤	-1.85	7.27
ST大洲	动力煤	-0.38	-1.47	-74.45%	601898.SH	中煤能源	动力煤	-10.88	14.26
郑州煤电	动力煤	0.68	-2.15	-131.64%	600758.SH	辽宁能源	动力煤	-0.20	0.19
安源煤业	动力煤	-0.77	0.55	-238.82%	600575.SH	淮河能源	动力煤	-2.86	0.60

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 投资策略：超预期因素或来自需求，受益标的值得关注

2022 年煤炭价格超预期上涨，景气度得以延续。超预期的因素主要为俄乌战争导致全球煤炭贸易格局重塑，海外煤价涨幅高于国内煤价，进口受限。2022 年下半年受美国持续加息、国际银行危机暴露等影响，国际能源价格明显回落。国内受保供政策和经济弱复苏，煤炭需求恢复滞后等影响，煤炭价格也开始有所下跌。展望 2023 年，煤炭生产方面安监趋紧有望延续，国内煤炭产量的增加空间有限。随着欧美银行危机缓解，美元加息节奏放缓，夏季度峰到来之前，补库需求仍存，国际煤炭市场有望重新活跃，印尼、蒙古煤价整体向上调整，我国煤炭进口的边际成本增加，2023 年煤炭进口仍存变数；需求方面，随着稳经济政策加大力度落地，工业用电及非电用煤需求增长空间仍存，煤炭行业景气度有望维持。同时，随着市场调整，煤炭股板块动态估值仍然偏低，叠加高股息率水平，板块后期安全边际较高，有较高的配置价值。配置建议如下：预计 5、6 月份煤炭价格博弈加剧，行业进入布局期，关注几类标的。第一，央企国企价值临重估风口，煤炭全产业链龙头中国神华和潜在增量且被低估的中煤能源或将受益。第二，随着年度业绩预告释放，部分超预期标的动态估值较其他可比公司偏低，修复可期，如靖远煤电和恒源煤电。第三，山西焦煤具备稀缺增量，旺季料将有所表现。第四，在 3-5 月的市场环境下，陕西煤业、山煤国际、潞安环能、平煤股份等高弹性标的把握波段是关键。第五，海外能源价格仍具备上涨逻辑，产能分布广泛、长协占比较低以及未来仍具备增量预期的兖矿能源和未来煤炭增量空间居前且有望受益海外能源价格反弹的广汇能源需等待时机。



5. 风险提示

价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；海外煤价大幅下跌；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 6 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林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

