

煤炭开采

资产质量持续向好，盈利中枢再度提升

证券研究报告

2022 年 09 月 15 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《煤炭开采-行业专题研究:从“四川限电”看“疆煤外运”长逻辑》
2022-08-27
- 2 《煤炭开采-行业深度研究:行业深度系列一:稳增长高弹性,黑金王者归来》
2022-04-04
- 3 《煤炭开采-行业专题研究:原油:90美金之后,哪些变化值得关注?》
2022-02-12

上半年回顾：价格仍较为强势，保供政策见效

上半年动力煤和炼焦煤价格均较为强势，其中一季度涨势强于二季度，我们认为原因或为二季度受到疫情影响，以及发改委保供稳价政策的逐步推行所致。

2022 年上半年全国煤炭产量约为 21.9 亿吨，同比增长 13%，内蒙古和新疆贡献较为突出，2022 年上半年分别同比增长 19%以及 32%。基于内蒙古和新疆的露天煤矿资源较多，增产难度相对较低，我们认为这两个省份未来或将作为增产主力省份。

中报总结：资产质量向好，盈利中枢提升

动力煤：产销量均无明显变动，营收和成本增速都较为稳定，但归母净利润的增速多数非常亮眼。上半年行业营收平均增速约为 24%，归母净利润平均增速约为 111%。

动力煤上市公司绝大多数 ROE 有正增长，行业平均同比增长 4.7 个百分点，二季度环比增长 2.5 个百分点。行业的资产负债率有下降趋势，2022 年上半年同比下降 3.21 个百分点。总体而言，行业整体的财务状况均在持续向好。

炼焦煤：煤炭产销量变化均较为稳定。营业收入及营业成本稳定增长，分别同比增长 38%及 23%。归母净利润均具有较好的表现，行业平均同比增长 122%，二季度环比一季度增长了 33%。

2022 年上半年 ROE 同比增长约 6.9 个百分点，2021 年同期 ROE 约为 7.2%，几近翻倍。资产负债率有下降的趋势，上半年同比下降 3.4 个百分点。总体而言，行业整体的财务状况均在持续向好。

市场展望及投资分析

动力煤即将迎冬储，炼焦煤下游需求放松政策逐渐推行。

重点推荐：广汇能源、兖矿能源、陕西煤业、中国神华

风险提示：煤炭价格不及预期；煤矿在建产能投放超预期；煤炭下游去库存不及预期；陕西煤业《资产转让意向协议》存在不确定性；国际天然气价格下跌。

内容目录

1. 上半年煤炭价格及产量回顾	3
1.1. 价格回顾：尽管疫情有一定影响，但是价格仍较为强势	3
1.2. 产量回顾：保供政策见效，头部效应明显	4
2. 中报总结：资产质量持续向好，盈利中枢再度提升	6
2.1. 动力煤：净利增速抢眼，负债压力下降	6
2.2. 炼焦煤：上半年受疫情影响，后续有望恢复	9
3. 市场展望及投资建议	12
3.1. 动力煤即将迎冬储，炼焦煤下游需求放松政策逐渐推行	12
3.2. 投资策略	13
4. 风险提示	13

图表目录

图 1：动力煤坑口及港口价 单位：元/吨	3
图 2：炼焦煤坑口及港口价 单位：元/吨	3
图 3：动力煤 2022 年半年度及二季度同比均较强势	4
图 4：炼焦煤 2022 年半年度及二季度同比均较强势	4
图 5：全国及晋陕蒙疆煤炭产量 单位：万吨	5
图 6：全国及晋陕蒙疆煤炭产量 2022 年二季度同环比 单位：%	5
图 7：动力煤上市公司煤炭产量	6
图 8：动力煤上市公司煤炭销量	6
图 9：动力煤上市公司营业收入	7
图 10：动力煤上市公司营业成本	7
图 11：动力煤上市公司归母净利润	8
图 12：动力煤上市公司 ROE	8
图 13：动力煤上市公司资产负债率	9
图 14：炼焦煤上市公司煤炭产量	9
图 15：炼焦煤上市公司煤炭销量	10
图 16：炼焦煤上市公司营业收入	10
图 17：炼焦煤上市公司营业成本	10
图 18：炼焦煤上市公司归母净利润	11
图 19：炼焦煤上市公司 ROE	11
图 20：炼焦煤上市公司资产负债率	12
图 21：环渤海港口总库存 单位：万吨	12
图 22：动力煤社会库存 单位：万吨	12
图 23：炼焦煤总库存 单位：万吨	13
图 24：焦化厂炼焦煤库存 单位：万吨	13

1. 上半年煤炭价格及产量回顾

1.1. 价格回顾：尽管疫情有一定影响，但是价格仍较为强势

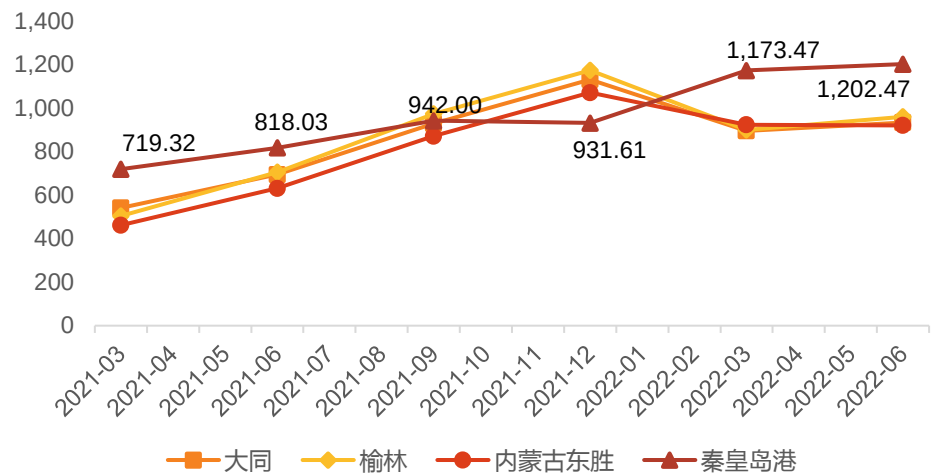
2022 年上半年动力煤平均同比上涨 55%，炼焦煤平均同比上涨 79%；

其中，动力煤一季度同比增长 77%，二季度同比增长 41%，环比增长 3%，

炼焦煤一季度同比增长 82%，二季度同比增长 77%，环比增长 15%。

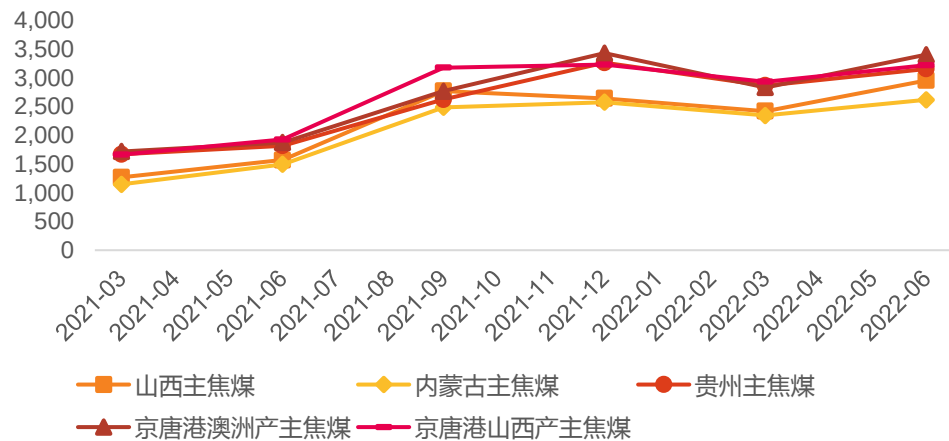
上半年动力煤和炼焦煤价格均较为强势，其中一季度涨势强于二季度，我们认为原因或为二季度受到疫情影响，以及发改委保供稳价政策的逐步推行所致。

图 1：动力煤坑口及港口价 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：炼焦煤坑口及港口价 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：动力煤 2022 年半年度及二季度同比均较强势

	大同	榆林	内蒙古东胜	秦皇岛港
一季度同比	65%	78%	100%	63%
一季度环比	-21%	-23%	-14%	26%
二季度同比	34%	36%	46%	47%
二季度环比	4%	7%	0%	2%

	大同	榆林	内蒙古东胜	秦皇岛港
同比	47%	52%	66%	57%
环比	-11%	-13%	-5%	27%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：上图为半年度数据

图 4：炼焦煤 2022 年半年度及二季度同比均较强势

	山西主焦煤	内蒙古主焦煤	贵州主焦煤	京唐港澳洲产主焦煤	京唐港山西产主焦煤
一季度同比	91%	104%	72%	65%	76%
一季度环比	-8%	-9%	-12%	-17%	-9%
二季度同比	88%	75%	74%	82%	67%
二季度环比	22%	12%	10%	20%	10%

	山西主焦煤	内蒙古主焦煤	贵州主焦煤	京唐港澳洲产主焦煤	京唐港山西产主焦煤
同比	89%	88%	73%	74%	71%
环比	-1%	-2%	3%	1%	-4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

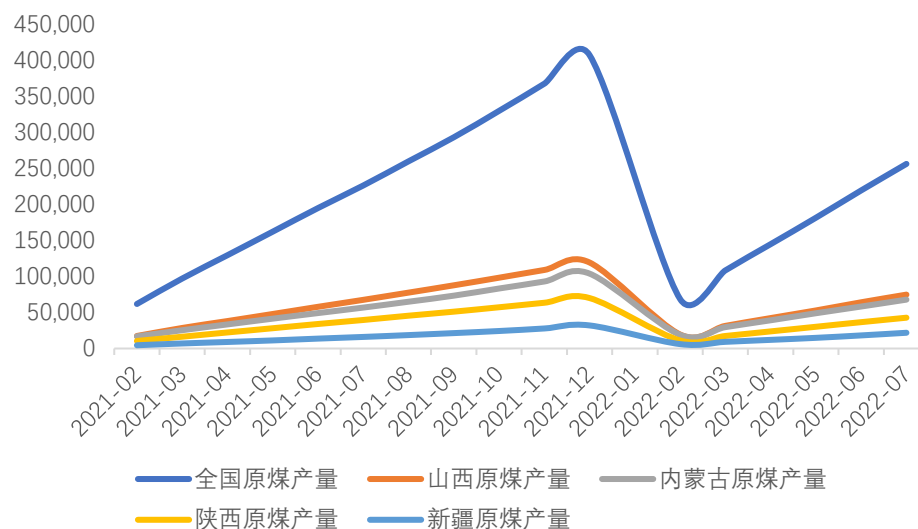
注：上图为半年度数据

1.2. 产量回顾：保供政策见效，头部效应明显

内蒙古及新疆为增产主力：2022 年上半年全国煤炭产量约为 21.9 亿吨，同比增长 13%。其中内蒙古和新疆贡献较为突出，2022 年上半年分别同比增长 19%以及 32%。基于内蒙古和新疆的露天煤矿资源较多，增产难度相对较低，我们认为这两个省份未来或将作为增产主力省份。

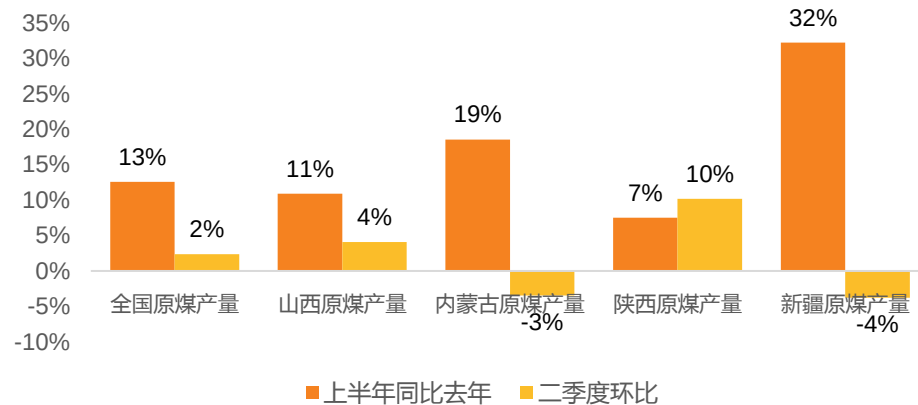
头部效应明显：全国前 20 大煤炭公司 2022 年产量同比增速为 4.54%，其中产能产量一亿吨以上的六家煤炭公司产量增速为 8.33%，5000 万吨至一亿吨的九家煤炭公司煤炭产量增速为 3.67%，前 20 大剩余的其他公司产量增速为-27.86%，头部效应较为明显。我们认为这或许跟应急管理部、国家矿山安监局发布的《“十四五”矿山安全生产规划》有关，文中提出持续推动落后产能淘汰退出，累计淘汰退出煤矿 5464 处、产能 9.4 亿吨，煤矿平均产能达到 100 万吨/年以上,安全保障能力高的大型煤矿产能占比达到 80%左右。

图 5：全国及晋陕蒙疆煤炭产量 单位：万吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：全国及晋陕蒙疆煤炭产量 2022 年二季度同环比 单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 中报总结：资产质量持续向好，盈利中枢再度提升

2.1. 动力煤：净利增速抢眼，负债压力下降

煤炭产销量：动力煤上市公司中，绝大多数的产销量同比和环比均无太大变化，行业平均产量同比增长约 3.02%，二季度环比增长约-0.03%。2022 年上半年销量同比增长-7.86%，二季度环比增长-1.06%。其中 2022 年上半年产量同比增长最快的三家公司为广汇能源、上海能源、中煤能源，分别为 139.19%、8.58%、4.35%。销量同比增长最快的三家公司为广汇能源、郑州煤电、兖矿能源，分别为 35.41%、5.13%、4.11%。广汇能源产销量变化较大，主要是因为公司的白石湖露天煤矿列入国家发改委保供煤矿名单，优质产能得到释放。

图 7：动力煤上市公司煤炭产量

	煤炭产量：万吨					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
中国神华	15240	15760	3.41%	8080	7680	-4.95%
中煤能源	5676	5923	4.35%	3049	2874	-5.74%
兖矿能源	5097	5064	-0.65%	2515	2549	1.36%
陕西煤业	7019	7158	1.98%	3436	3722.38	8.35%
晋控煤业	1672	1716	2.62%	863	852.537	-1.21%
山煤国际	2030	2020	-0.50%	913	1107.01	21.29%
电投能源	2332	2243	-3.81%	1216	1026.89	-15.54%
新集能源	850	865	1.75%	412	453.41	10.13%
恒源煤电	401	370	-7.66%	185	185.73	0.57%
大有能源	646	592	-8.32%	310	282.45	-8.86%
郑州煤电	297	302	1.77%	143	159.04	11.43%
靖远煤电	431	436	1.25%	220	216.62	-1.39%
上海能源	385	418	8.58%	158	260.5	65.30%
广汇能源	370	885	139.19%	383	502.07	31.07%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

图 8：动力煤上市公司煤炭销量

	煤炭销量：万吨					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
中国神华	24080	21010	-12.75%	10570	10440	-1.23%
中煤能源	15586	13349	-14.35%	6957	6392	-8.12%
兖矿能源	5091	5301	4.11%	2527	2774	9.80%
陕西煤业	13697	11273	-17.70%	5487	5785.94	5.45%
晋控煤业	1442	1433	-0.61%	700	733.3556	4.82%
山煤国际		2374		1216	1158.65	-4.70%
电投能源	2339	2233	-4.53%			
新集能源	854	807	-5.47%	444	362.99	-18.22%
恒源煤电	373	364	-2.39%	204	159.96	-21.62%
大有能源	652	600	-7.91%	316	284.73	-9.80%
郑州煤电	306	322	5.13%	158	163.68	3.42%
靖远煤电	484	356	-26.50%	186	169.15	-9.29%
上海能源	335	333	-0.66%	150	183.29	22.30%
广汇能源	862	1168	35.41%	587	580.21	-1.21%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

营收及成本：营收和成本增速都较为稳定，2022 年上半年行业平均营收和成本分别同比增长 24%以及 8%。其中 2022 年上半年营业收入同比增长最快的三家公司为广汇能源、兖矿能源、上海能源，分别为 255.38%、53.39%、51.83%。营业成本同比增长最快的三家公司为广汇能源、恒源煤电、兖矿能源，分别为 84.85%、37.99%、22.58%。

图 9：动力煤上市公司营业收入

	营业收入：亿元					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
中国神华	1439.79	1655.79	15.00%	678.54	977.25	44.02%
中煤能源	987.20	1180.39	19.57%	617.30	563.09	-8.78%
兖矿能源	653.80	1002.85	53.39%	412.01	590.84	43.40%
陕西煤业	726.69	836.90	15.17%	395.69	441.21	11.50%
晋控煤业	71.46	88.66	24.07%	41.23	47.43	15.03%
山煤国际	175.42	211.55	20.60%	107.65	103.90	-3.49%
电投能源	115.72	136.23	17.72%	71.72	64.51	-10.04%
新集能源	52.13	56.13	7.67%	28.10	28.02	-0.27%
恒源煤电	30.50	44.49	45.88%	23.54	20.94	-11.03%
大有能源	39.36	42.16	7.12%	23.10	19.07	-17.45%
郑州煤电	15.17	22.46	48.08%	10.92	11.54	5.61%
靖远煤电	22.50	29.55	31.35%	13.79	15.75	14.20%
上海能源	44.61	67.73	51.83%	31.26	36.47	16.65%
广汇能源	40.64	144.44	255.38%	93.98	119.23	26.88%
华阳股份	189	183	-3%	90	93	4%
兰花科创	53	77	46%	33	44	34%
昊华能源	31	42	35%	17	25	42%
安源煤业	41.01	49.29	20.19%	19.82	29.47	48.72%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

图 10：动力煤上市公司营业成本

	营业成本：亿元					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
中国神华	1078.44	1133.92	5.14%	436.74	697.18	59.63%
中煤能源	872.96	956.04	9.52%	468.95	487.09	3.87%
兖矿能源	583.08	714.73	22.58%	258.47	456.26	76.52%
陕西煤业	583.00	572.72	-1.76%	229.21	343.51	49.87%
晋控煤业	50.83	50.02	-1.60%	20.59	29.42	42.87%
山煤国际	150.98	138.50	-8.26%	61.40	77.10	25.57%
电投能源	84.78	99.61	17.50%	42.12	57.49	36.51%
新集能源	37.00	39.60	7.04%	16.05	23.55	46.69%
恒源煤电	24.85	34.29	37.99%	14.98	19.31	28.86%
大有能源	35.28	30.03	-14.90%	14.84	15.19	2.38%
郑州煤电	15.74	18.95	20.45%	6.98	11.98	71.59%
靖远煤电	19.2574	22.6815	17.78%	7.39	15.29	106.77%
上海能源	39.09	43.42	11.08%	18.08	25.33	40.09%
广汇能源	82.31	152.16	84.85%	59.92	92.24	53.93%
华阳股份	169	132	-22%	70	62	-12%
兰花科创	44	48	10%	23	26	14%
昊华能源	20	25	27%	11	14	21%
安源煤业	51.60	41.81	-18.97%	19.98	21.83	9.26%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

归母净利润：但归母净利润的增速多数非常亮眼。上半年行业营收平均增速约为 24%，归母净利润平均同比增速约为 111%。2022 年上半年归母净利润同比增速最快的三家公司分别为广汇能源、山煤国际、大有能源，分别为 412.02%、318.36%、256.64%。其中广汇能源和兖矿能源的增速较为亮眼，广汇能源受益于煤炭产销量增长以及天然气贸易利润大幅扩张，兖矿能源受益于海外煤价大涨，以及其焦煤业务不受价格管控。

图 11：动力煤上市公司归母净利润

	归母净利润：亿元					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
中国神华	260.26	411.44	58.09%	189.57	220.43	16.28%
中煤能源	75.86	133.77	76.34%	67.93	62.07	-8.62%
兖矿能源	60.42	180.37	198.54%	66.77	113.23	69.57%
陕西煤业	82.86	245.98	196.85%	56.94	93.06	63.42%
晋控煤业	13.62	23.32	71.25%	9.00	14.00	55.50%
山煤国际	8.46	35.41	318.36%	16.53	19.47	17.78%
电投能源	18.31	23.32	27.37%	15.12	8.19	-45.84%
新集能源	11.55	11.32	-1.91%	5.28	6.04	14.50%
恒源煤电	4.94	8.80	78.17%	3.85	4.95	28.60%
大有能源	2.31	8.23	256.64%	2.41	5.82	141.37%
郑州煤电	1.12	1.46	30.36%	0.50	0.95	89.14%
靖远煤电	2.87	6.46	125.18%	4.48	1.98	-55.80%
上海能源	4.37	15.45	253.32%	7.80	7.65	-2.02%
广汇能源	14.17	72.54	412.02%	22.13	29.17	31.80%
华阳股份	12	33	188%	13	20	55%
兰花科创	7	20	186%	9	11	27%
昊华能源	6	9	47%	3	6	94%
安源煤业	-0.60	-2.34	-288.41%	-1.57	-0.77	-50.90%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

ROE 中枢或有提升：动力煤上市公司绝大多数 ROE 有正增长，行业平均同比增长 4.7 个百分点，二季度环比增长 2.5 个百分点。2022 年上半年 ROE 同比增速最快的三家公司分别为山煤国际、陕西煤业、广汇能源，分别为 19.87pct、15.30pct、13.81pct。整体而言，我们认为动力煤企业的 ROE 中枢或将得到提升。其中，经过我们的测算，中国神华的 ROE 在 2023-2024 年 ROE 或将达到 20%以上，广汇能源、兖矿能源以及陕西煤业 2022-2024 年 ROE 或将达到 30%以上，均比过去 3-4 年高。

图 12：动力煤上市公司 ROE

	ROE (%)					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
中国神华	7.32%	11.03%	3.71%	4.90%	5.79%	0.89%
中煤能源	7.23%	11.00%	3.77%	5.77%	5.34%	-0.43%
兖矿能源	11.03%	24.75%	13.72%	9.26%	14.35%	5.09%
陕西煤业	11.66%	26.96%	15.30%	6.45%	20.05%	13.60%
晋控煤业	15.31%	16.79%	1.48%	7.24%	10.66%	3.42%
山煤国际	8.47%	28.34%	19.87%	13.00%	14.47%	1.47%
电投能源	9.92%	10.49%	0.57%	7.13%	3.72%	-3.41%
新集能源	15.32%	11.12%	-4.20%	5.41%	5.78%	0.37%
恒源煤电	5.08%	8.35%	3.27%	3.78%	4.78%	1.00%
大有能源	3.44%	10.71%	7.27%	3.26%	7.89%	4.63%
靖远煤电	3.35%	7.08%	3.73%	5.10%	2.19%	-2.91%
上海能源	4.19%	13.70%	9.51%	7.16%	6.54%	-0.62%
安源煤业	-10.11%	-41.53%	-31.42%	-26.06%	-15.86%	10.20%
广汇能源	8.02%	21.83%	13.81%	10.02%	12.49%	2.47%
华阳股份	6.6%	16.1%	9.5%	6.5%	9.7%	3.2%
兰花科创	6.3%	14.5%	8.2%	6.5%	8.0%	1.5%
昊华能源	7.9%	9.1%	1.2%	3.2%	6.0%	2.8%
郑州煤电	5.88%	8.55%	2.67%	3.10%	5.53%	2.43%
平均	7.12%	11.79%	4.7%	4.62%	7.17%	2.5%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

资产负债率均有下降：行业的资产负债率有下降趋势，2022 年上半年同比下降 3.21 个百分点。总体而言，行业整体的财务状况均在持续向好，这或将有利于提高行业稳定性以及盈利性。2022 年上半年资产负债率下降最快的三家公司分别为山煤国际、新集能源、晋控煤业，分别同比下降 12.04%、7.66%、6.97%。

图 13：动力煤上市公司资产负债率

	资产负债率				
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	环比
中国神华	29.71%	31.56%	1.85%	25.31%	6.25%
中煤能源	55.84%	52.25%	-3.59%	54.70%	2.45%
兖矿能源	69.76%	62.90%	-6.86%	63.24%	0.34%
陕西煤业	40.61%	36.94%	-3.67%	32.98%	3.96%
晋控煤业	58.82%	51.85%	-6.97%	52.62%	0.77%
山煤国际	72.86%	60.82%	-12.04%	61.75%	0.93%
电投能源	40.10%	35.10%	-5.00%	36.09%	0.99%
新集能源	70.53%	62.87%	-7.66%	65.97%	3.10%
恒源煤电	41.57%	44.65%	3.08%	43.83%	0.82%
大有能源	68.86%	63.90%	-4.96%	63.87%	0.03%
靖远煤电	36.54%	39.49%	2.95%	36.37%	3.12%
上海能源	40.88%	38.01%	-2.87%	39.53%	1.52%
安源煤业	94.29%	95.77%	1.48%	94.53%	1.24%
广汇能源	66.14%	63.07%	-3.07%	63.22%	0.15%
华阳股份	59%	59%	0.40%	61%	1.49%
兰花科创	59%	53%	-6.36%	54%	1.14%
昊华能源	53%	52%	-1.27%	51%	1.24%
郑州煤电	78.23%	80.98%	2.75%	80.66%	0.32%
平均	56.35%	53.14%	-3.21%	52.92%	0.22%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

2.2. 炼焦煤：上半年受疫情影响，后续有望恢复

煤炭产销量：炼焦煤上市公司 2022 年上半年及二季度煤炭产销量变化均较为稳定，行业产量平均同比增长 7%，销量平均同比增长 3%。二季度环比变化幅度较小，我们认为可能是受到二季度疫情影响所致。其中 2022 年上半年产量同比增长最快的三家公司为盘江股份、昊华能源、兰花科创，分别为 15%、13%、11%。销量同比增长最快的三家公司为辽宁能源、兰花科创、昊华能源，分别为 14%、13%、9%。

图 14：炼焦煤上市公司煤炭产量

	煤炭产量：万吨				
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2
山西焦煤					
潞安环能	2771	2943	6%		
淮北矿业	1125.5	1243.75	11%	602.51	641.24
平煤股份	1486.26	1500.94	1%	728.49	772.45
冀中能源					
开滦股份					
盘江股份	486.59	559.29	15%	262.42	296.87
辽宁能源	256.01	264.91	3%	113.338	151.5743
华阳股份					
兰花科创	541.92	602.76	11%	280.06	322.7
昊华能源	354.16	399.35	13%	279.03	120.32

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

图 15：炼焦煤上市公司煤炭销量

	煤炭销量：万吨					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
山西焦煤						
潞安环能	2493	2613	5%			
淮北矿业	985.79	1047.6	6%	518.75	528.85	2%
平煤股份	1570.02	1589.66	1%	796	793.66	0%
冀中能源						
开滦股份						
盘江股份	617.28	521.1	-15%	298.02	223.08	-25%
辽宁能源	234.6633	267.3789	14%	117.2128	150.1661	28%
华阳股份						
兰花科创	497.71	559.96	13%	244.5	315.46	29%
昊华能源	363.91	396.8	9%	289.09	107.71	-63%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

营收及成本：稳定增长，2022 年上半年行业平均营收和成本分别同比增长 38%及 23%。二季度环比变化幅度较小，我们认为可能是受到二季度疫情影响所致。其中 2022 年上半年营业收入同比增长最快的三家公司为盘江股份、潞安环能、冀中能源，分别为 73%、59%、54%。营业成本同比增长最快的三家公司为盘江股份、潞安环能、淮北矿业，分别为 53%、44%、36%。

图 16：炼焦煤上市公司营业收入

	营业收入：亿元					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
山西焦煤	192	277	44%	133	144	9%
潞安环能	178	283	59%	139	144	4%
淮北矿业	281	384	37%	179	205	15%
平煤股份	127	194	53%	97	97	0%
冀中能源	130	200	54%	92	108	16%
开滦股份	109	132	21%	55	77	39%
盘江股份	36	62	73%	29	34	18%
辽宁能源	28	33	16%	20	13	-35%
华阳股份	189	183	-3%	90	93	4%
兰花科创	53	77	46%	33	44	34%
昊华能源	31	42	35%	17	25	42%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

图 17：炼焦煤上市公司营业成本

	营业成本：亿元					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
山西焦煤	164	195	19%	96	99	3%
潞安环能	134	192	44%	103	90	-13%
淮北矿业	248	338	36%	159	179	13%
平煤股份	111	145	31%	73	72	-1%
冀中能源	119	160	35%	75	84	12%
开滦股份	92	115	25%	48	67	42%
盘江股份	31	47	53%	23	25	10%
辽宁能源	28	29	1%	3	25	656%
华阳股份	169	132	-22%	70	62	-12%
兰花科创	44	48	10%	23	26	14%
昊华能源	20	25	27%	11	14	21%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

归母净利润：均具有较好的表现，行业平均同比增长 122%，二季度环比一季度增长了 33%。我们认为主要是二季度受到疫情影响，基建、水泥行业等下游需求受到影响导致营收以及归母净利润二季度增速放缓。其中 2022 年上半年同比增速最快的三家公司为辽宁能源、冀中能源、平煤股份，分别为 571%、290%、218%。

图 18：炼焦煤上市公司归母净利润

	归母净利润：亿元					
	2021年半年报	2022年半年报	同比	2022年Q1	2022年Q2	环比
山西焦煤	19	57	193%	25	32	32%
潞安环能	33	58	75%	25	34	37%
淮北矿业	25	36	41%	16	19	20%
平煤股份	11	34	218%	16	17	6%
冀中能源	7	26	290%	10	16	63%
开滦股份	11	13	19%	6	8	29%
盘江股份	5	12	169%	5	8	60%
辽宁能源	-1	2	571%	2	0	-92%
华阳股份	12	33	188%	13	20	55%
兰花科创	7	20	186%	9	11	27%
昊华能源	6	9	47%	3	6	94%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

ROE：炼焦煤行业的 ROE 增速均有较亮眼表现，2022 年上半年 ROE 同比增长约 6.9 个 pct，2021 年同期 ROE 约为 7.2%，几近翻倍。其中 2022 年上半年同比增速最快的三家公司为山西焦煤、盘江股份、平煤股份，分别为 12.5pct、11.6pct、11.3pct。

图 19：炼焦煤上市公司 ROE

	ROE					
	2021年半年报	2022年半年报	同比（加減几个百分点）	2022年Q1	2022年Q2	环比（加減几个百分点）
山西焦煤	9.8%	22.2%	12.5%	10.3%	12.0%	1.7%
潞安环能	11.7%	15.6%	3.9%	6.9%	8.7%	1.8%
淮北矿业	11.3%	12.1%	0.8%	5.8%	6.4%	0.6%
平煤股份	6.9%	18.2%	11.3%	9.2%	9.1%	-0.1%
冀中能源	3.3%	13.8%	10.5%	4.6%	9.2%	4.6%
开滦股份	9.0%	9.3%	0.3%	4.3%	5.0%	0.7%
盘江股份	7.0%	18.6%	11.6%	6.7%	11.9%	5.2%
辽宁能源	-1.1%	4.7%	5.8%	4.4%	0.3%	-4.1%
华阳股份	6.6%	16.1%	9.5%	6.5%	9.7%	3.2%
兰花科创	6.3%	14.5%	8.2%	6.5%	8.0%	1.5%
昊华能源	7.9%	9.1%	1.2%	3.2%	6.0%	2.8%
平均	7.2%	14.0%	6.9%	6.2%	7.8%	1.6%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

资产负债率：资产负债率有下降的趋势，上半年同比下降 3.4 个百分点。总体而言，行业整体的财务状况均在持续向好，这或将有利于提高行业稳定性以及盈利性。其中 2022 年上半年同比下降最快的三家公司为山西焦煤、潞安环能、兰花科创，分别为 9.8pct、8.8pct、6.4pct。

图 20：炼焦煤上市公司资产负债率

	资产负债率				
	2021年半年报	2022年半年报	同比（加减几个百分点）	2022年Q1	环比（加减几个百分点）
山西焦煤	65%	55%	-9.8%	68%	-12.2%
潞安环能	67%	58%	-8.8%	62%	-4.2%
淮北矿业	57%	54%	-3.4%	54%	-0.6%
平煤股份	68%	69%	1.1%	69%	0.0%
冀中能源	55%	53%	-2.8%	48%	4.7%
开滦股份	47%	48%	1.6%	47%	1.0%
盘江股份	58%	53%	-4.9%	66%	-12.5%
辽宁能源	66%	62%	-3.4%	63%	-1.1%
华阳股份	59%	59%	0.4%	61%	-1.5%
兰花科创	59%	53%	-6.4%	54%	-1.1%
昊华能源	53%	52%	-1.3%	51%	1.2%
平均	59.5%	56.1%	-3.4%	58.5%	-2.4%

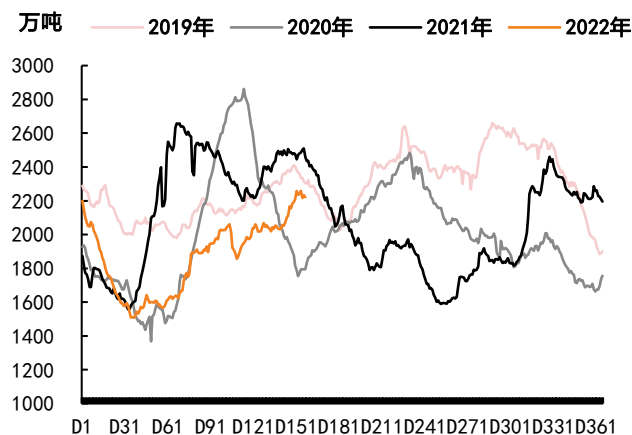
资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

3. 市场展望及投资建议

3.1. 动力煤即将迎冬储，炼焦煤下游需求放松政策逐渐推行

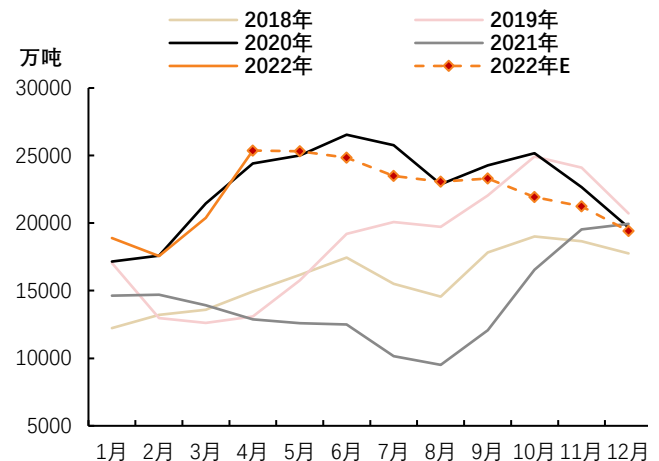
动力煤：根据我们此前煤炭行业中期策略分析，我们认为在发电旺季过后的冬季市场带来的冬储可能会迎来新一轮去库存，从而将去库存由下游传导到上游，从而实现一轮真正的库存去化。由于冬季旺季持续时间更长、月度消耗更高，因此冬季的终端去库存可能会更加及时的传导至上游生产及贸易环节，社会总库存开始进入快速下滑期，同时推动价格进入持续上涨期。预期冬季秦皇岛港煤价顶点在 2000 元/吨以上，中枢 1800 元/吨左右。

图 21：环渤海港口总库存 单位：万吨



资料来源：Wind，中国煤炭资源网，天风证券研究所

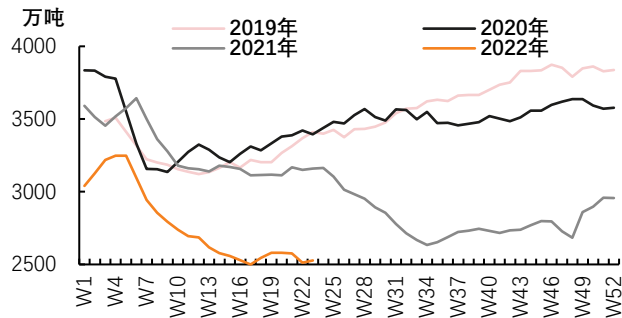
图 22：动力煤社会库存 单位：万吨



资料来源：Wind，中国煤炭资源网，天风证券研究所

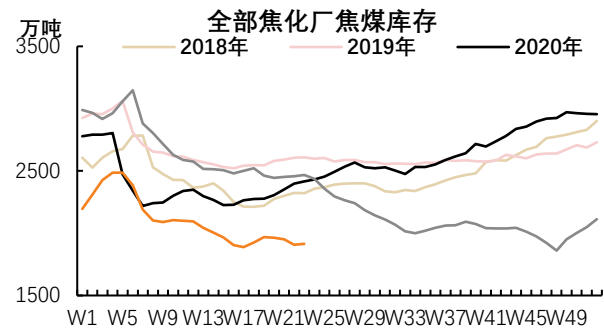
炼焦煤：根据我们此前煤炭行业中期策略分析，我们认为随着“保交楼”等地产放松政策持续出台，以及基建项目的持续推进，叠加焦煤焦炭的低库存格局，未来炼焦煤需求弹性会将放大，预计主焦煤价格中枢从 2021 年的 2500 元/吨上升到 3500 元/吨，最高价格仍旧存在创新高的可能。

图 23：炼焦煤总库存 单位：万吨



资料来源：Wind，中国煤炭资源网，天风证券研究所

图 24：焦化厂炼焦煤库存 单位：万吨



资料来源：Wind，中国煤炭资源网，天风证券研究所

3.2. 投资策略

我们重点推荐的标的为：广汇能源、兖矿能源、陕西煤业、中国神华。

广汇能源：短期内天然气转口业务受益于欧洲能源危机导致的天然气价格暴涨，长期受益于煤炭行业紧缺、疆煤外运、以及其自身煤炭业务的成长性。

兖矿能源：受益于煤炭行业供需紧缺，兖煤澳洲受益海外高煤价盈利大幅上涨，以及公司焦煤业务不受价格管控限制。

陕西煤业：受益于国内煤炭供需紧缺，且公司矿区的煤炭动力煤质量较高，单吨毛利弹性较大；公司资产注入计划完成后会带来产能增量，未来分红和 ROE 有望大幅度提高。

中国神华：受益于煤炭供需紧缺，响应煤炭保供政策；且公司为全产业链龙头，具有煤炭、煤化工、燃煤发电业务；公司整体业绩较为稳定，分红持续高位。

4. 风险提示

煤炭价格不及预期：煤炭作为中国主体能源，与经济增速呈现直接相关性，在海外冲突不断、国内疫情困扰下，存在经济发展不及预期的风险。

煤矿在建产能投放超预期：煤炭供需失衡下，国内建设产能可能在政策推动下加速投放。

煤炭下游去库存不及预期：若经济和复工复产不及预期，下游电厂日耗以及钢厂开工率不及预期，可能有旺季无法去库存的风险。

陕西煤业《资产转让意向协议》：资产转让暂未最终确认，存在不确定性

国际天然气价格下跌：若海外能源危机缓解，天然气价格下跌，短期内广汇能源业绩或受影响较大。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com