

机构持仓仍处低位，静待四季度业绩增长

2022 年 11 月 05 日

► **22Q3 板块盈利环比下滑，资产结构持续改善。**从煤炭板块上市公司 2022 年三季报表现来看，22Q3 单季度板块营业收入环比下降 3%，归母净利润环比下滑 30%。现金流方面，前三季度板块经营性净现金流同比增长 39%，同时筹资性现金流流出量也大幅增长，叠加板块资产负债率持续下降，反应板块上市公司在业绩改善的前提下积极改善资产负债表，资产结构持续优化。前三季度板块 ROE 随销售净利率持续同比提升，2022 年前三季度，中信煤炭板块销售净利率抬升 6.36 个百分点至 20.69%。

► **2022Q3 煤炭持仓市值与占比均环比上涨，但配置仍处于较低状态，后期预计仍有提升空间。**据我们统计，截至 2Q3，各公募基金持有煤炭股总市值为 320.56 亿元，环比增长 33.73%。从占比来看，22Q3 公募基金持有煤炭股总市值占基金总持股市值比重约为 1.46% 环比增长 0.51 个百分点。24 个行业的平均持仓为 3.24%，煤炭持仓仍处于相对较低水平。个股方面，前十大重仓股中仅中国神华与陕西煤业持仓环比微幅下滑，其余个股持仓均实现环比增长。

► **供给高增速难持续。**2021 年四季度保供正式开启，原煤日均产量大幅提升到 1209 万吨/天。2022 年 1-9 月原煤日均产量为 1217 万吨/天，与 21Q4 基本相当，我们认为该产量水平为产量“天花板”，后期难有突破。因此预计进入四季度，在 2021 年基数升高的背景下原煤产量增速预计快速下滑。

► **四季度火电消费旺季到来，看好板块估值提升。**进入 11 月后，北方地区供暖季逐步开启，民用取暖需求支撑煤耗，叠加水电进入枯水期，以及天然气进口下降引发的火电替代，预计火电需求持续良好。

► **投资建议：**我们建议关注一下标的，1) 11 月长协价格上涨，利好高长协占比公司，建议关注中国神华、中煤能源，2) 四季度煤价回升背景下高弹性标的同样值得关注，建议关注陕西煤业、山煤国际、晋控煤业、兖矿能源。3) 传统能源企业向新能源转型拉开序幕，推荐华阳股份、电投能源。4) 焦煤需求边际改善，推荐山西焦煤、淮北矿业。

► **风险提示：**1) 经济增速放缓风险；2) 煤价大幅下跌风险；3) 在建矿井投产进度超预期。

推荐

维持评级


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

1. 能源开采行业点评：原料用煤从能源消费总量控制中解放，煤化工或迎产能高潮-2022/11/01
2. 煤炭周报：长协价可能上调，静待旺季估值提升-2022/10/30
3. 煤炭周报：大秦运转失衡，加速港口库存去化-2022/10/23
4. 煤炭周报：价格进入高位震荡期，静待冬季到来-2022/10/15
5. 煤炭周报：假期全球能源价格向上，煤炭配置价值突显-2022/10/09

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601088	中国神华	29.74	2.53	3.83	3.93	12	8	8	推荐
601898	中煤能源	9.15	1	1.85	1.92	9	5	5	推荐
601225	陕西煤业	20.86	2.18	3.64	3.46	10	6	6	推荐
600546	山煤国际	16.67	2.49	4.05	4.98	7	4	3	推荐
601001	晋控煤业	14.20	2.78	2.84	3.23	5	5	4	推荐
600188	兖矿能源	43.55	3.29	6.94	7.45	13	6	6	推荐
600348	华阳股份	18.81	1.47	2.72	2.93	13	7	6	推荐
002128	电投能源	13.02	1.85	2.49	2.59	7	5	5	推荐
000983	山西焦煤	11.89	1.02	2.73	2.79	12	4	4	推荐
600985	淮北矿业	13.75	1.93	2.86	3.04	7	5	5	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价)

目录

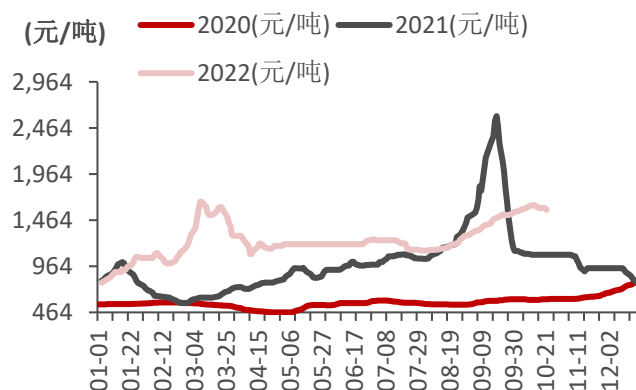
1 市场回顾	3
2 行业供需	3
2.1 供给：四季度产量增速或快速下滑	3
2.2 需求：电力需求旺季到来，非电需求同样良好	5
2.3 长协价抬升，利好行业估值修复	8
3 2022Q3 持仓分析	9
4 2022 年三季报总结	10
4.1 营业收入：22Q3 营业收入环比微降	10
4.2 归母净利润：同比延续增长，环比下滑	11
4.3 费用分析：持续下降	12
4.4 现金流分析：经营性净流入增长明显	13
4.5 资产负债率：同比下降 3.7 个百分点	14
4.6 ROE：随销售净利率大幅提升	15
5 投资建议	16
6 风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

1 市场回顾

据 Wind 数据，年初以来，动力煤价格从去年年末的 788 元/吨上涨至 1664 元/吨，随后需求端在进入淡季的同时受到疫情的扰动，价格下跌至 4 月份的 1095 元/吨。疫情后随着需求恢复，价格反弹至 1200 元/吨。进入 7 月后，动力煤价格小幅下滑，并于 8 月末反弹，截至 2022 年 11 月 2 日，煤炭价格为 1575 元/吨。

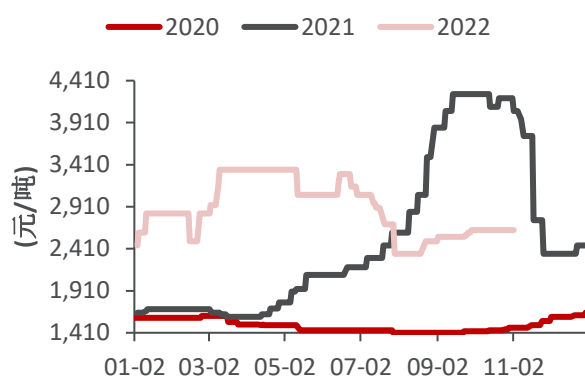
据 Wind 数据，2022 年前三季度京唐港主焦煤价格均价为 2910 元/吨，较去年同时期上涨约 28%，一季度、二季度、三季度均价分别为 2931 元/吨、3216 元/吨与 2596 元/吨，分别同比提高 76%、67%与-18%。进入八月下旬，价格有所反弹，当前（11 月 2 日）价格为 2630 元/吨，低于去年同期。

图1：秦皇岛动力煤价格反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：京唐港主焦煤价格



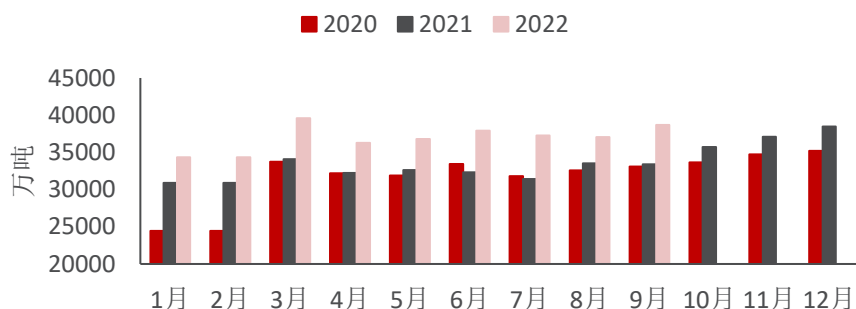
资料来源：wind，民生证券研究院

2 行业供需

2.1 供给：四季度产量增速或快速下滑

2022 年前三季度原煤产量保持高增速。2022 年 7 月 27 日，在在国新办举行的“加快建设能源强国，全力保障能源安全”新闻发布会上，国家能源局相关负责人指出，将去冬今春煤炭保供政策统一延续到 2023 年 3 月，充分释放先进产能。在保供背景下，全国原煤产量保持高增速，据 Wind 数据显示，2022 年 1-9 月全国原煤产量达到 33.16 亿吨，同比增长 11.2%，供给端增速较高的原因在于 2021 年受安全事故以及自然灾害等因素造成的低基数，造成产量增速偏高。

图3：2022 年 1-9 月原煤产量保持高增长

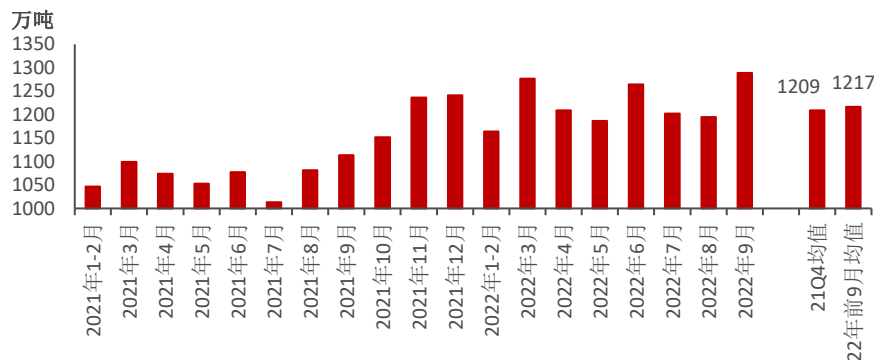


资料来源：wind，民生证券研究院

原煤产量“天花板”难突破，高基数下增速预计快速下滑。2021 年四季度保供正式开启，原煤日均产量大幅提升到 1209 万吨/天。2022 年 1-9 月原煤日均产量为 1217 万吨/天，与 21Q4 基本相当，我们认为该产量水平为产量“天花板”，后期难有突破。因此预计进入四季度，在 2021 年基数升高的背景下原煤产量增速预计快速下滑。

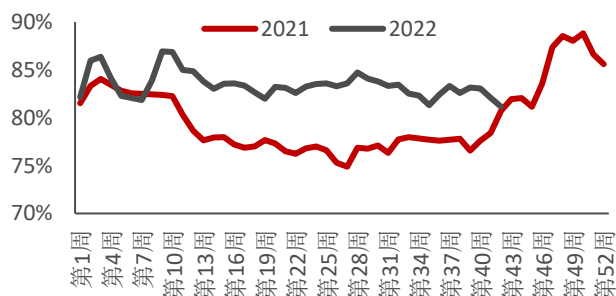
主地产能利用率已达瓶颈。从主产地（晋陕蒙）产能利用率来看，产能利用率已经稳定在 84%左右的较高水平，已经处于较饱和状态，预计后期难有突破。同时从煤炭结构来看，2022 年以来秦港低热值煤炭发运明显增加，侧面说明增产以低热值煤为主。

图4：煤炭日均产量保持高位



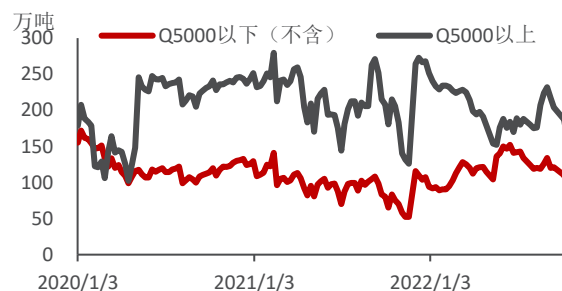
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：晋陕蒙产能利用率（剔除春节影响）



资料来源：CCTD，民生证券研究院

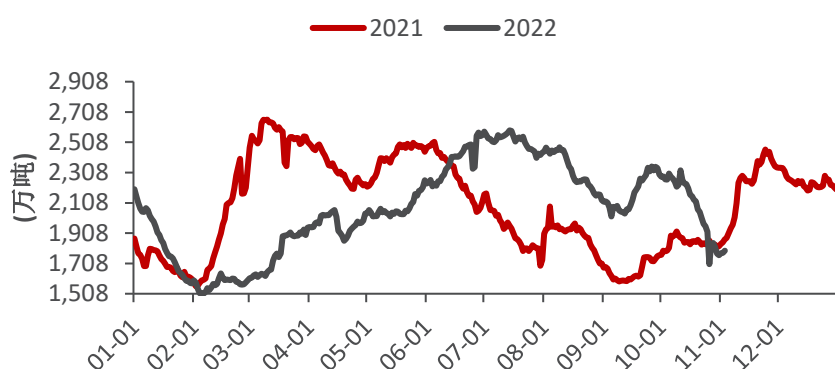
图6：22 年以来秦港低热值煤炭发运量增加



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

港口库存去化加速。大秦线常规发运量在 120-130 万吨/日的水平，然而，自大秦铁路检修以来，发运量快速下滑，且近期大秦线湖东电力机务段工作人员核酸检测出多例阳性，涉及大同、忻州、朔州三市，且已外溢至其他省份，煤运问题受疫情干扰被放大，从而北方港口库存迅速回落。据煤炭资源网数据，自 9 月 28 日至今(11 月 3 日)，北方港口库存下降数量平均为 14.96 万吨/日，当前库存已经低于去年的相对低位水平，叠加近期电厂库存下降较快，短期将刺激价格持续向上。

图7：北方港库存快速下滑



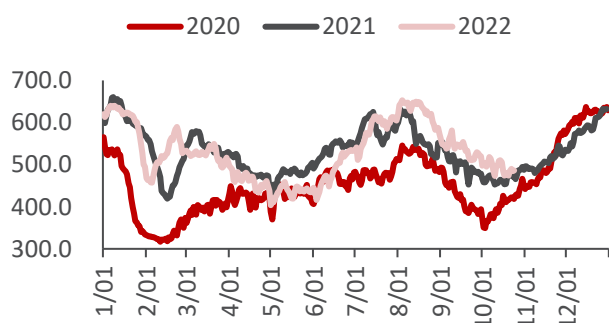
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 需求：电力需求旺季到来，非电需求同样良好

2.2.1 火电

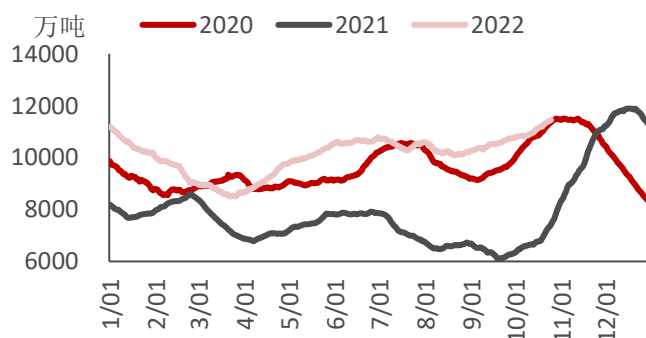
全国电厂日耗高于去年同期，水电挤压减弱。从 CCTD 数据来看，全国 25 省（市）电厂日耗持续高于去年同期，另外四季度也将逐步进入供暖期，全国电厂库存并不高（与 2020 年基本相当），火电耗煤需求有稳定保障。另一方面，冬季大都为枯水季，同时 2022 年下半年起，来水持续偏枯，处于近三年以来的最低水平，对火电的挤出效应较弱，因此预计火电发电量有望保持较高增速。

图8：国内 25 省（市）电厂日耗高于去年



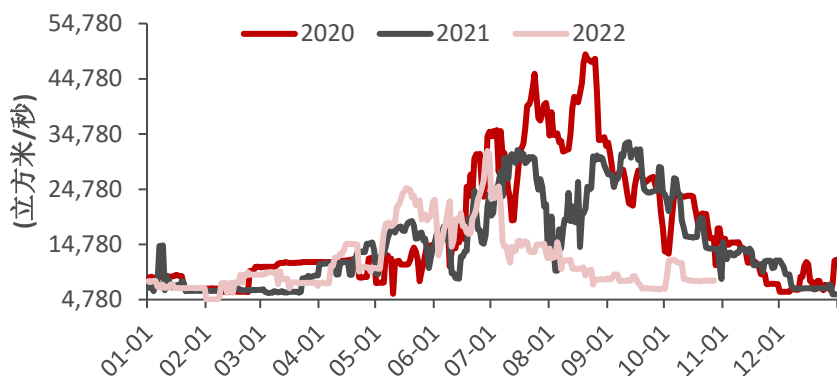
资料来源：CCTD，民生证券研究院

图9：国内 25 省（市）电厂库存与 2020 年相当



资料来源：CCTD，民生证券研究院

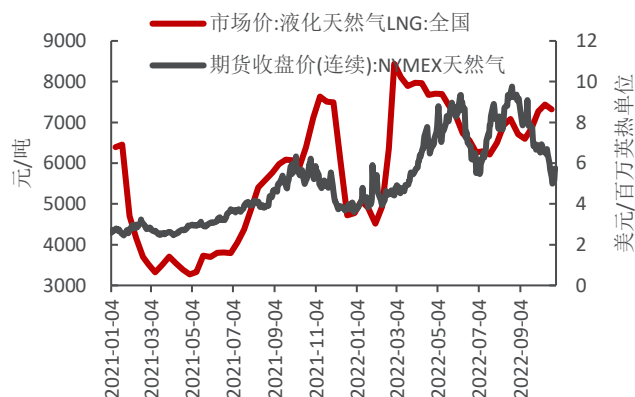
图10：三峡出库流量处于近年来低位



资料来源：wind，民生证券研究院

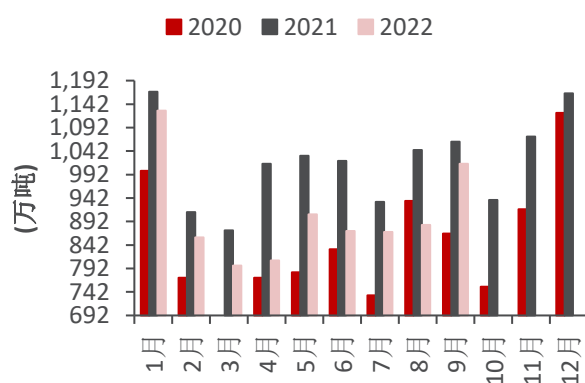
天然气价格走高，煤炭替代需求或显现。受海外局势影响，海外天然气价格大幅抬升，天然气进口量下滑。1-9月天然气进口量同比下降919万吨，考虑每立方米天然气发电3.312度，则对应发电量423亿千瓦时。假设10-12月天然气进口量与9月持平，则10-12月天然气进口量减少131万吨，以度电耗煤300g计算，天然气进口量的减少对应煤炭替代需求1450万吨(标煤)/1846万吨(Q5500)/2114万吨(Q4800)。

图11：天然气价格升高



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：天然气进口量下滑（包含液态及气态）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 非电下游

化工需求持续旺盛。传统煤化工方面，2022年前三季度，尿素产量为4267万吨，同比增长2.6%，9月单月尿素产量472.5万吨，同比增长10%，后期预计华东、华中地区秋季备肥将持续至10月中下旬，块煤需求仍有保障。新型煤化工方面，2021年下半年乙二醇装置负荷下滑至45%左右，2022年上半年反弹，秋季国内乙二醇检修装置增多，需求端秋冬订单逐步到来，预计装置负荷提升预期较

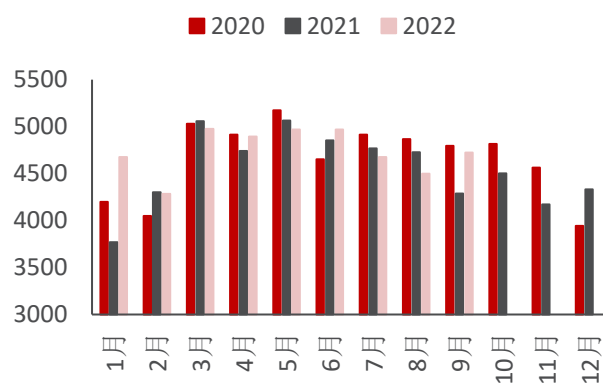
强。俄乌冲突仍在继续，海外通胀压力较大，原油依然紧缺，成本端的支撑仍在。

图13：煤制 MEG 负荷反弹 (%)



资料来源：中纤网，民生证券研究院

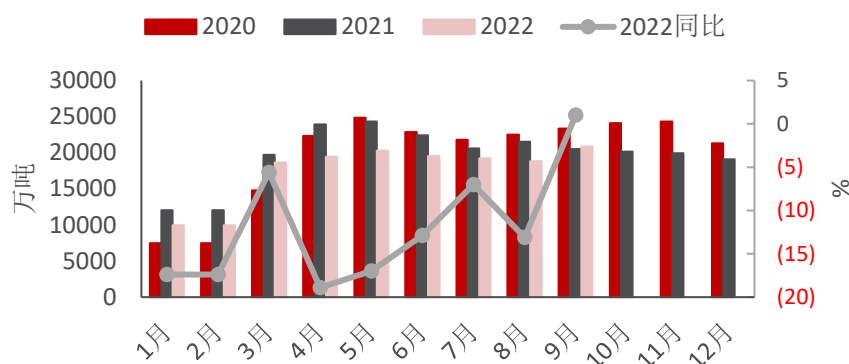
图14：9月尿素产量同比提升 (万吨)



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

原料用煤从能源消费总量控制中解放，煤化工或迎产能高潮。国家发展改革委、国家统计局发布关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知（下文简称《通知》）。《通知》准确界定了原料用能范畴，即能源产品不作为燃料、动力使用，而作为生产非能源产品的原料、材料使用。具体范畴是：用于生产非能源用途的烯烃、芳烃、炔烃、醇类、合成氨等产品的煤炭、石油、天然气及其制品等。整体来看，煤化工产业原料用煤不再纳入能源消费总量控制。据煤炭资源网，2021年煤化工行业（甲醇、合成氨、煤制油、煤制气耗煤）耗煤量为22053万吨，占2021年煤炭表观消费量43.92亿吨的5%。因此综合来看，若《通知》落地，预计约有5%左右的煤炭消费量不再纳入能源消费总量控制。近年来，现代煤化工产业快速发展，截至2020年煤制油、气、烯烃、乙二醇等四大类投产项目累计完成投资约6060亿元，生产主要产品2647万吨，年转化煤炭约9380万吨（标煤）。据《现代煤化工“十四五”发展指南》，“十四五”的发展目标是形成3000万吨/年煤制油、150亿立方米/年煤制气、1000万吨/年煤制乙二醇、100万吨/年煤制芳烃、2000万吨/年煤（甲醇）制烯烃的产业规模，据此判断，煤化工仍有较大发展空间。

错峰后水泥生产恢复，需求启动。2021年下半年以来行业需求持续很偏弱，叠加2022年上半年旺季疫情影响，需求持续低迷；6-8月水泥行业错峰生产，9-11月是传统施工旺季，基建实物需求的落地将反映在基建领域水泥用量的上升上。此外，随着稳增长的落地和传导，四季度到2023年行业需求将底部改善。

图15：9月水泥产量同比增速转正


资料来源：wind，民生证券研究院

钢铁方面，2022年受地产链影响，产量整体下滑，前三季度粗钢产量为7.8亿吨，同比下降3.4%。近期钢厂盈利出现一定好转，复产积极性增强。为保障动力煤供应，煤矿需保有一定库存，部分炼焦配煤将作为动力煤销售或作为累计库存，因此，焦煤产业链整体呈现边际改善趋势。

2.3 长协价抬升，利好行业估值修复

长协价提升落地。据全国煤炭交易中心数据显示，10月28日的NCEI指数月环比上涨25元/吨至799元/吨，CCTD指数月环比上涨20元/吨，环渤海动力煤价格持平，则2022年11月长协价格为728元/吨，环比上涨9元/吨，为今年以来的首次上涨。一方面，这将打消市场对长协价下调的担忧；另一方面，行业盈利稳定向上的趋势基本确定，对板块估值的提升起到积极作用。

表1：2022年长协价格及相关指数变化

	NCEI	CCTD	BSPI	长协价-实际执行	长协价-根据公式计算
1月	750	773	737	725	714
2月	796	797	755	725	729
3月	770	786	740	720	720
4月	770	786	738	720	720
5月	770	786	735	719	719
6月	770	786	735	719	719
7月	770	786	733	719	719
8月	770	786	732	719	719
9月	770	786	733	719	719
10月	775	786	735	719	720
11月	799	806	735	728	728

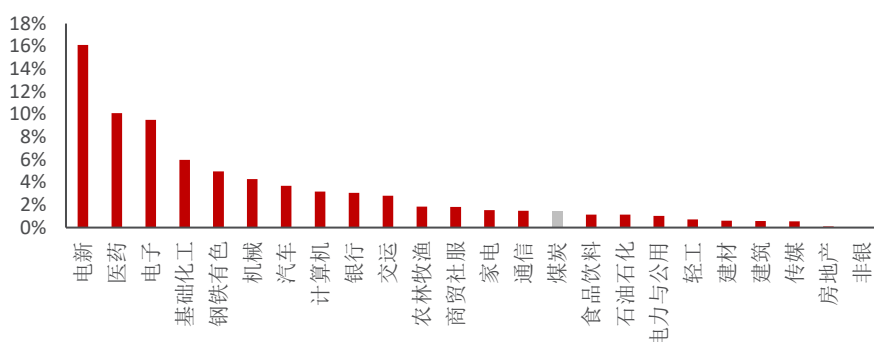
资料来源：wind，CCTD，全国煤炭交易中心，民生证券研究院

备注：1月、2月根据发改委要求，执行2021年12月价格，因此执行价与计算价格不同

3 2022Q3 持仓分析

2022Q3 煤炭持仓市值与占比均环比上涨。我们主要观测 2022Q3 煤炭板块公募基金持仓分析的范围为公募基金中灵活配置型基金、偏股混合型基金、偏债混合型基金、平衡混合型基金和普通股票型基金的重仓股，且不含港股。据我们统计，截至 2022Q3，各公募基金持有煤炭股总市值为 320.56 亿元，较 2022Q2 的 239.7 亿元增长 33.73%。从占比来看，2022Q3 公募基金持有煤炭股总市值占基金总持股市值比重约为 1.46%，较 2022Q2 的 0.95% 增长 0.51 个百分点。虽然机构持仓实现环比增长，但整体持仓仍相对较低，处于低配状态，后期预计仍有提升空间。

图16：与其他行业相比，煤炭持仓相对较低



资料来源：wind，民生证券研究院

个股方面，主要跟踪标的整体持仓上升。从我们重点跟踪的前十大机构重仓股来看，机构持仓处于升高状态，其中加仓最多的公司为淮北矿业，机构持股比（机构持股股数/流通股，下同）环比提升 2.26 个百分点，其次为晋控煤业，机构持股环比提升 1.87 个百分点，兖矿能源、山煤国际、平煤股份、山西焦煤、华阳股份以及中煤能源持仓分别环比增长 1.76/1.67/1.64/1.47/0.95/0.22 个百分点。中国神华与陕西煤业持仓量微幅下滑，中国神华下滑 0.02 个百分点，陕西煤业下滑 0.1 个百分点。

表2：重点标的机构持仓环比变化情况

	22Q3 (%)	22Q2 (%)	环比 (bps)
淮北矿业	3.60	1.34	2.26
晋控煤业	7.56	5.69	1.87
兖矿能源	5.14	3.39	1.76
山煤国际	9.49	7.83	1.67
平煤股份	2.43	0.79	1.64
山西焦煤	3.57	2.10	1.47
华阳股份	1.79	0.84	0.95
中煤能源	0.95	0.72	0.22
中国神华	0.57	0.59	-0.02
陕西煤业	3.57	3.67	-0.10

资料来源：wind，民生证券研究；备注：22Q3、22Q2 数据均为机构持仓股数占流通股比

4 2022 年三季报总结

4.1 营业收入：22Q3 营业收入环比微降

2022 年前三季度煤炭板块营业总收入持续抬升，同比提升 17%。其中，动力煤子板块合计同比增 14%，同比涨幅最多的前三家公司分别为郑州煤电、兖矿能源与上海能源；无烟煤子板块合计同比增长 5%；炼焦煤子板块同比增长 31%。

22Q3 煤炭板块营业收入同比增 2%，环比降 3%。动力煤、无烟煤、焦煤的同比增速分别为 0.3%、-5%、8%，环比增速分别为-0.2%、-11%、-9%。

表3：22Q3 营业收入环比微降

子行业	证券简称	前三季度营业收入(亿元)			第三季度营业收入 (亿元)				
		2022	2021	同比	22Q3	22Q2	21Q3	同比	环比
动力煤	靖远煤电	42.8	35.2	22%	13.3	15.8	12.7	5%	-16%
	晋控煤业	127.9	113.1	13%	39.2	47.4	41.7	-6%	-17%
	电投能源	198.7	180.0	10%	62.5	64.5	64.2	-3%	-3%
	郑州煤电	32.3	21.4	51%	9.8	11.5	6.3	57%	-15%
	兖矿能源	1,513.5	1,050.4	44%	510.6	590.8	396.6	29%	-14%
	安源煤业	69.3	82.8	-16%	20.1	29.5	41.8	-52%	-32%
	大有能源	67.2	59.6	13%	25.0	19.1	20.2	24%	31%
	上海能源	99.5	70.1	42%	31.7	36.5	25.5	25%	-13%
	山煤国际	356.3	305.2	17%	144.8	103.9	129.7	12%	39%
	恒源煤电	67.5	48.0	41%	23.0	20.9	17.5	32%	10%
	中国神华	2,504.9	2,329.5	8%	849.1	816.8	889.7	-5%	4%
	陕西煤业	1,307.4	1,213.1	8%	470.5	441.2	486.4	-3%	7%
	中煤能源	1,753.4	1,617.4	8%	573.1	563.1	630.2	-9%	2%
	新集能源	89.1	85.0	5%	33.0	27.3	32.9	0%	21%
	淮河能源	212.5	167.3	27%	65.9	88.1	67.0	-2%	-25%
	动力煤合计	8,442.3	7,378.0	14%	2,871.5	2,876.4	2,862.3	0.3%	-0.2%
无烟煤	兰花科创	114.4	88.1	30%	37.9	43.9	35.5	7%	-14%
	阳泉煤业	263.6	280.0	-6%	80.3	93.4	91.2	-12%	-14%
	昊华能源	68.1	55.8	22%	26.0	24.7	24.5	6%	5%
	无烟煤合计	446.2	423.9	5%	144.1	161.9	151.2	-5%	-11%
炼焦煤	冀中能源	290.5	219.8	32%	90.6	107.5	90.1	1%	-16%
	山西焦煤	411.8	296.9	39%	134.7	144.3	104.7	29%	-7%
	盘江股份	90.6	61.5	47%	28.1	33.8	25.4	11%	-17%
	开滦股份	196.3	163.6	20%	64.0	77.0	54.1	18%	-17%
	平煤股份	282.0	195.7	44%	88.0	97.2	69.2	27%	-10%
	淮北矿业	574.2	485.8	18%	189.3	205.4	206.0	-8%	-8%
	潞安环能	399.7	309.3	29%	116.9	144.3	131.9	-11%	-19%
	永泰能源	268.5	184.3	46%	102.7	88.5	69.6	48%	16%
	炼焦煤合计	2,513.6	1,916.9	31%	814.2	898.1	750.9	8%	-9%
煤炭板块合计		11,402.1	9,718.8	17%	3,829.9	3,936.5	3,764.4	2%	-3%

资料来源：wind，民生证券研究

4.2 归母净利润：同比延续增长，环比下滑

2022 年前三季度板块归母净利润较去年同期增长 75%。其中，动力煤子板块合计同比增长 71%，同比涨幅最多的前三家公司分别为上海能源、山煤国际、大有能源；无烟煤子板块合计同比增长 85%；炼焦煤子板块合计同比增长 93%，同比涨幅最多的前三家公司分别为冀中能源、山西焦煤、平煤股份。

22Q3 煤炭板块归母净利润同比增长 30%，环比下降 30%。分子板块来看，动力煤子板块的三季度归母净利润同比增长 23%，环比下降 34%；无烟煤合计同比增长 20%，环比下降 19%；炼焦煤板块同比增长 65%，环比下降 13%。

表4：22Q3 归母净利润环比微降

子行业	证券简称	前三季度归母净利润(亿元)			单季度归母净利润				
		2022	2021	同比	22Q3	22Q2	21Q3	同比	环比
动力煤	靖远煤电	7.1	4.6	53%	0.6	2.0	1.8	-64%	-68%
	晋控煤业	33.8	26.0	30%	10.5	14.3	12.3	-15%	-27%
	电投能源	32.6	28.7	13%	9.3	8.2	10.4	-11%	13%
	郑州煤电	0.6	-0.7	扭亏	-0.9	1.0	-1.8	51%	-194%
	兖矿能源	271.3	115.3	135%	90.9	113.6	54.9	66%	-20%
	安源煤业	-1.9	-0.3	-515%	0.5	-0.8	0.3	58%	-161%
	大有能源	13.7	5.4	154%	5.5	5.8	3.1	77%	-6%
	上海能源	21.2	6.2	240%	5.8	7.6	1.9	209%	-25%
	山煤国际	53.9	17.5	207%	18.5	18.9	9.1	104%	-2%
	恒源煤电	16.1	8.1	98%	7.3	5.0	3.2	128%	47%
	中国神华	591.3	407.5	45%	179.9	221.9	147.3	22%	-19%
	陕西煤业	283.1	142.6	99%	37.1	189.0	59.7	-38%	-80%
	中煤能源	193.3	118.6	63%	59.5	65.8	42.7	39%	-10%
	新集能源	18.4	18.2	1%	7.1	6.0	6.6	7%	17%
	淮河能源	6.3	3.8	68%	2.6	1.6	1.0	151%	60%
动力煤合计		1,540.8	901.5	71%	434.1	660.0	352.5	23%	-34%
无烟煤	兰花科创	27.6	14.1	96%	7.7	11.1	7.1	8%	-31%
	华阳股份	49.6	22.9	116%	16.4	20.2	11.4	44%	-19%
	昊华能源	15.3	12.9	19%	6.0	6.1	6.6	-8%	-1%
无烟煤合计		92.5	49.9	85%	30.1	37.4	25.1	20%	-19%
炼焦煤	冀中能源	39.8	13.7	192%	14.1	15.9	7.1	100%	-11%
	山西焦煤	83.0	31.7	161%	26.0	32.4	12.3	112%	-20%
	盘江股份	16.6	8.0	107%	4.1	7.6	3.4	22%	-46%
	开滦股份	18.2	16.1	13%	4.7	7.6	4.8	-1%	-37%
	平煤股份	47.3	17.7	167%	13.6	17.3	7.1	92%	-21%
	淮北矿业	52.2	36.4	43%	16.6	19.4	11.2	47%	-15%
	潞安环能	92.7	58.3	59%	34.2	33.8	25.0	37%	1%
炼焦煤合计		365.1	189.0	93%	121.1	138.5	73.5	65%	-13%
煤炭板块合计		1,998.4	1,140.4	75%	585.4	835.9	451.0	30%	-30%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 费用分析：持续下降

2022年前三季度板块期间费用较去年同期下降7%，期间费用率同比下降2.1个百分点。其中，动力煤子板块期间费用合计同比下降18%，期间费用率同比下降2.5个百分点，同比降幅最大的公司为中煤能源，费用率下降最多的为郑州煤电；无烟煤子板块期间费用较去年同期增加9%，期间费用率同比上升0.4个百分点；炼焦煤子板块期间费用合计同比增长16%，期间费用率同比降低1.6个百分点，期间费用同比降幅最多的公司分别为平煤股份，同时也是费用率下降最多的公司。

表5：板块期间费用及费用率持续下降

子行业	证券简称	期间费用（亿元）			期间费用率（%）		
		2022	2021	同比	2022	2021	同比
动力煤	靖远煤电	3.4	6.0	-44%	8.8	11.5	-2.7
	晋控煤业	11.0	-3.9	384%	4.6	6.0	-1.4
	露天煤业	10.8	10.5	3%	3.4	3.7	-0.3
	郑州煤电	9.6	8.9	9%	18.8	30.7	-11.9
	兖州煤业	171.6	152.7	12%	7.7	9.9	-2.2
	安源煤业	4.7	5.3	-11%	4.8	4.6	0.3
	大有能源	16.0	18.7	-14%	16.8	16.9	-0.2
	上海能源	7.9	8.1	-3%	6.3	8.7	-2.4
	山煤国际	30.5	21.4	42%	5.5	6.8	-1.3
	恒源煤电	11.7	11.5	2%	14.2	18.4	-4.2
	中国神华	141.2	128.8	10%	3.5	3.0	0.5
	陕西煤业	73.2	60.3	21%	4.3	5.3	-1.0
	中煤能源	23.1	202.9	-89%	4.1	9.1	-5.0
	新集能源	13.9	14.5	-4%	11.8	13.0	-1.2
	淮河能源	7.7	7.0	10%	2.6	3.0	-0.5
	动力煤合计	536.5	652.7	-18%	6.4	8.8	-2.5
无烟煤	兰花科创	19.3	19.2	1%	12.5	16.7	-4.2
	阳泉煤业	23.1	21.1	9%	5.3	5.7	-0.4
	昊华能源	9.1	6.8	35%	9.3	13.5	-4.1
无烟煤合计		51.5	47.1	9%	11.5	11.1	0.4
炼焦煤	冀中能源	31.5	30.8	2%	8.2	9.9	-1.7
	山西焦煤	47.5	31.7	50%	7.9	9.8	-1.9
	盘江股份	17.0	11.1	53%	15.3	14.1	1.2
	开滦股份	15.7	14.0	12%	5.8	6.1	-0.3
	平煤股份	23.5	35.1	-33%	6.8	12.0	-5.3
	淮北矿业	74.8	56.4	33%	9.6	8.6	1.0
	潞安环能	56.7	49.5	15%	9.0	11.8	-2.8
	永泰能源	38.5	34.4	12%	11.0	13.0	-2.0
炼焦煤合计		305.3	263.1	16%	12.1	13.7	-1.6
煤炭板块合计		893.2	962.9	-7%	7.8	9.9	-2.1

资料来源：wind，民生证券研究院

4.4 现金流分析：经营性净流入增长明显

经营性现金流方面，上市公司经营性现金流呈现净流入，板块经营性净现金流呈现持续增长局势。2022 年前三季度板块经营性现金流实现 3108 亿元，较去年同期增长 39%。动力煤子板块前三季度经营性现金流实现 2390 亿元，较去年同期增长 29%。无烟煤子板块实现经营性现金流实现 136 亿元，较去年同期增长 42%。炼焦煤子板块前三季度实现经营性现金流 662 亿元，较去年同期增长 92%。

投资性现金流方面，2022 年前三季度板块投资性现金流规模增加，我们认为投资的增加一方面由于保供要求下上市公司加大资本投入维持高产量负荷，另一方面加大了设备智能化改造所致。板块前三季度投资性现金流实现-727 亿元，同比增长 82%。动力煤子板块前三季度投资性现金流实现-503 亿元，净流出量较去年同期增加 81%。无烟煤子板块前三季度投资性现金流实现-36 亿元，净流出量较去年同期增长 150%。炼焦煤子板块前三季度投资性现金流实现-188 亿元，净流出量较去年同期增长 76%。

筹资性现金流方面，板块筹资性现金流净流出同比大增，体现出煤炭板块上市公司资产结构好转，还债积极性较强。板块前三季度筹资性现金流实现-1661 亿元，净流出量较去年同期增长 105%。动力煤子板块前三季度筹资性现金流实现-1364 亿元，净流出量较去年同期增长 115%。无烟煤子板块前三季度筹资性现金流实现-52 亿元，去年同期为净流入。炼焦煤子板块前三季度筹资性现金流实现-245 亿元，净流出量较去年同期增加 30%。

表6：2022 年前三季度煤炭板块现金流情况

子行业	证券简称	经营性净现金流(亿元)			投资性净现金流(亿元)			筹资性净现金流(亿元)		
		2022	2021	同比	2022	2021	同比	2022	2021	同比
动力煤	靖远煤电	8.17	16	-47%	-16	-6	192%	-1	-5	-72%
	晋控煤业	38	38	0%	-3	-2	32%	-14	-1.60	756%
	电投能源	68	50	37%	-32	-14	123%	-20	-22	-6%
	郑州煤电	9.9	-1.9	616%	-0.15	6	-102%	-4	-3	26%
	兖矿能源	324	193	68%	-39	-51	-23%	-266	-12	2078%
	安源煤业	0.76	1.23	-39%	-0.7	-1.9	-65%	0	2	-100%
	大有能源	25	45	44%	-3	-12	-72%	-14	-28	-51%
	上海能源	30	8	273%	-5.98	-5.01	19%	-6	2	482%
	山煤国际	82	69	19%	-10	-4	123%	-94	-6	1439%
	恒源煤电	16	13	21%	-5	-6	-28%	-3	-5	-37%
	中国神华	911	675	35%	-220	2	-10625%	-572	-391	46%
	陕西煤业	385	319	21%	6	-35	-116%	-160	-111	44%
	中煤能源	378	322	17%	-161	-137	18%	-192	-36	430%
	新集能源	25	33	-24%	-10	-8	32%	-18	-12	47%
	淮河能源	7	10	-36%	-3	-4	-30%	1	-4	-131%
动力煤合计		2,309	1,791	29%	-503	-278	81%	-1,364	-634	115%

无烟煤	兰花科创	52	14	264%	-3	-4	-20%	-22	3	-790%
	华阳股份	46	48	-4%	-23	-15	52%	-22	23	-192%
	昊华能源	38	34	11%	-10	5	321%	-8	-16	-47%
无烟煤合计		136	96	42%	-36	-15	150%	-52	11	-572%
炼焦煤	冀中能源	43	28	55%	-16	-10	62%	-58	-29	100%
	山西焦煤	85	69	22%	-12	-23	-47%	-58	-26	121%
	盘江股份	27	10	172%	-34	-10	248%	33	1	4987%
	开滦股份	30	28	7%	-8	-7	8%	-37	-14	167%
	平煤股份	63	71	-11%	-53	-29	85%	25	-33	-175%
	淮北矿业	104	57	82%	-26	-13	97%	-35	-34	5%
	潞安环能	260	44	-493%	-23	-10	136%	-81	-25	223%
	永泰能源	49	37	-34%	-16	-6	176%	-33	-28	17%
炼焦煤合计		662	345	92%	-188	-107	76%	-245	-189	30%
煤炭板块合计		3,108	2,232	39%	-727	-399	82%	-1,661	-812	105%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.5 资产负债率：同比下降 3.7 个百分点

上市公司资本结构持续改善，资产负债率较上年同时期下降 3.7 个百分点。

从上市公司的角度看，煤炭板块上市公司资产负债率整体呈现下降趋势，其中，动力煤板块资产负债率同比下降 4 个百分点至 41.2%，负债水平为子板块中最低；无烟煤板块资产负债率同比下降 3.6 个百分点至 55%，炼焦煤板块资产负债率同比下降 4.4 个百分点至 55.5%。

表7：煤炭板块资产负债率下降

子行业	证券简称	资产负债率		
		2022	2021	同比 (bps)
动力煤	靖远煤电	39.3%	37.7%	1.6
	晋控煤业	47.2%	55.0%	-7.8
	电投能源	35.1%	37.8%	-2.7
	郑州煤电	81.1%	79.2%	1.9
	兖矿能源	58.7%	68.3%	-9.6
	安源煤业	95.4%	94.1%	1.3
	大有能源	62.5%	67.7%	-5.2
	上海能源	36.6%	40.4%	-3.8
	山煤国际	56.6%	71.4%	-14.9
	恒源煤电	42.4%	41.5%	0.9
	中国神华	25.5%	25.6%	-0.1
	陕西煤业	34.6%	38.0%	-3.4
	中煤能源	51.0%	55.5%	-4.5
	新集能源	61.4%	69.8%	-8.4
	淮河能源	37.7%	39.4%	-1.7

动力煤合计		41.2%	45.2%	-4.0
无烟煤	兰花科创	51.4%	59.5%	-8.2
	阳泉煤业	56.7%	61.0%	-4.3
	昊华能源	54.7%	51.5%	3.2
无烟煤合计		55.0%	58.6%	-3.6
炼焦煤	冀中能源	50.3%	54.5%	-4.3
	山西焦煤	54.4%	63.8%	-9.4
	盘江股份	53.0%	57.0%	-4.1
	开滦股份	45.2%	47.1%	-1.9
	平煤股份	68.0%	67.5%	0.5
	淮北矿业	54.2%	56.3%	-2.0
	潞安环能	55.1%	66.6%	-11.6
	永泰能源	54.8%	56.1%	-1.3
炼焦煤合计		55.5%	59.9%	-4.4
煤炭板块合计		45.14%	48.89%	-3.7

资料来源：wind，民生证券研究院

4.6 ROE：随销售净利率大幅提升

2022 年前三季度，中信煤炭板块 ROE 同比提升 6.2 个百分点至 18.66%，其中权益乘数以及资产周转率相对稳定，ROE 的抬升主要由销售净利润率的抬升带动，2022 年前三季度，中信煤炭板块销售净利率抬升 6.36 个百分点至 20.69%。

表8：煤炭板块（中信）ROE 分析

杜邦分析	2022/9/30	2021/9/30	2020/9/30
净资产收益率(ROE)(%)	18.66	12.46	8.01
同比增长率 (pct)	6.20	4.46	-1.50
因素分解：			
销售净利率	20.69	14.33	10.99
权益乘数	5.71	5.88	5.38
资产周转率	0.49	0.46	0.39
原始数据			
利润表			
净利润	2,532.78	1,492.21	882.67
利润总额	3,163.47	1,855.89	820.99
营业总收入	12,243.86	10,415.59	8,027.99
归母净利润	2,049.47	1,206.40	722.52
资产负债表			
期末总资产	25,568.75	23,631.56	21,152.06
期初总资产	21,801.76	20,979.10	19,379.82
期末归属母公司股东权益	11,613.93	10,027.71	9,175.24
期初归属母公司股东权益	10,027.71	9,175.24	8,626.63

资料来源：wind，民生证券研究院

5 投资建议

多番“压力测试完成”，板块估值有望提升。经历了21Q4以来的“增产保供”，2022年4~6月受疫情影响火电需求下滑，以及7月以来的“旺季不旺”，煤炭现货价格始终保持坚挺，我们认为行业已经完成了多番压力测试，行业盈利的可持续性被充分验证。从8月下旬起，动力煤价格逐步反弹，同时11月港口长协价格上调，板块盈利可持续性的认可度持续提升，同时板块龙头公司也逐步开始高比例分红，同时股息率使得板块的配置价值得以凸显。因为，我们认为煤炭板块估值提升有望来临。

四季度火电消费旺季到来，看好价格提升。进入11月后，北方地区供暖季逐步开启，民用取暖需求将对煤耗形成支撑，叠加水电进入枯水期，以及天然气进口下降引发的火电替代，预计火电需求持续良好。同时短期由于疫情导致的运力问题解决后，低库存将促进煤价重回上涨通道。

标的方面。我们建议关注以下标的，1) 11月长协价格上涨，利好高长协占比公司，建议关注中国神华、中煤能源，2) 四季度煤价回升背景下高弹性标的同样值得关注，建议关注陕西煤业、山煤国际、晋控煤业、兖矿能源。3) 传统能源企业向新能源转型拉开序幕，推荐华阳股份、电投能源。4) 焦煤需求边际改善，推荐山西焦煤、淮北矿业。

表9：煤炭行业推荐标的

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601088.SH	中国神华	29.74	2.53	3.83	3.93	12	8	8	推荐
601898.SH	中煤能源	9.15	1	1.85	1.92	9	5	5	推荐
601225.SH	陕西煤业	20.86	2.18	3.64	3.46	10	6	6	推荐
600546.SH	山煤国际	16.67	2.49	4.05	4.98	7	4	3	推荐
601001.SH	晋控煤业	14.20	2.78	2.84	3.23	5	5	4	推荐
600188.SH	兖矿能源	43.55	3.29	6.94	7.45	13	6	6	推荐
600348.SH	华阳股份	18.81	1.47	2.72	2.93	13	7	6	推荐
002128.SZ	电投能源	13.02	1.85	2.49	2.59	7	5	5	推荐
000983.SZ	山西焦煤	11.89	1.02	2.73	2.79	12	4	4	推荐
600985.SH	淮北矿业	13.75	1.93	2.86	3.04	7	5	5	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测（股价为2022年11月4日收盘价）

6 风险提示

1) 经济增速放缓风险：

煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济增速放缓将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

2) 煤价大幅下跌风险：

板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

3) 在建矿井投产进度超预期：

受矿井建设主体意愿影响，在建矿井建设进度有可能加快，导致建设周期缩短，产量释放速度超过预期。

插图目录

图 1: 秦皇岛动力煤价格反弹	3
图 2: 京唐港主焦煤价格	3
图 3: 2022 年 1-9 月原煤产量保持高增长	4
图 4: 煤炭日均产量保持高位	4
图 5: 晋陕蒙产能利用率 (剔除春节影响)	4
图 6: 22 年以来秦港低热值煤炭发运量增加	4
图 7: 北方港库存快速下滑	5
图 8: 国内 25 省 (市) 电厂日耗高于去年	5
图 9: 国内 25 省 (市) 电厂库存与 2020 年相当	5
图 10: 三峡出库流量处于近年来低位	6
图 11: 天然气价格升高	6
图 12: 天然气进口量下滑 (包含液态及气态)	6
图 13: 煤制 MEG 负荷反弹 (%)	7
图 14: 9 月尿素产量同比提升 (万吨)	7
图 15: 9 月水泥产量同比增速转正	8
图 16: 与其他行业相比, 煤炭持仓相对较低	9

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2022 年长协价格及相关指数变化	8
表 2: 重点标的机构持仓环比变化情况	9
表 3: 22Q3 营业收入环比微降	10
表 4: 22Q3 归母净利润环比微降	11
表 5: 板块期间费用及费用率持续下降	12
表 6: 2022 年前三季度煤炭板块现金流情况	13
表 7: 煤炭板块资产负债率下降	14
表 8: 煤炭板块 (中信) ROE 分析	15
表 9: 煤炭行业推荐标的	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026