

研究所  
证券分析师：陈晨 S0350522110007  
chenc09@ghzq.com.cn  
证券分析师：王璇 S0350523080001  
wangx15@ghzq.com.cn

## 资产质量进一步夯实，多方利好共振下看好未来

### 板块投资机会

#### ——煤炭开采行业专题研究

##### 相关报告

《煤炭开采行业周报：基本面与政策面形成共振，看好板块投资机会（推荐）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-09-03

《铝行业周报：铝价进入上涨通道，旺季需求值得关注（推荐）\*有色金属\*王璇，陈晨》——2023-09-03

《兰花科创（600123）2023年中报点评报告：玉溪矿增量明显，价格下跌影响业绩（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-09-03

《索通发展（603612）2023年中报点评报告：Q3业绩有望迎来拐点，新建项目长期成长高（增持）\*非金属材料II\*陈晨，王璇》——2023-09-01

《晋控煤业（601001）2023年中报点评报告：价格下跌影响业绩，核增量贡献突出（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-09-01

##### 投资要点：

- **2023年Q2煤炭开采行业公募基金重仓股持仓分析：**基金持仓煤炭占投资总市值为0.39%，环比-0.12pct，但仍高于2021年平均水平（0.33%），其中持有中国神华、陕西煤业、山煤国际、兖矿能源、中国神华（HK）的基金数量位列前5名。季度持仓变动方面，基金加仓最多的公司为盘江股份、华阳股份、电投能源、云煤能源、新集能源；基金减仓最多的公司为潞安环能、兖矿能源HK、陕西煤业、山西焦煤以及兖矿能源。
- **业绩回归合理水平。**我们重点关注的35家煤炭上市公司，2023年上半年合计实现营业收入7646亿元，同比下降7.0%；合计实现净利润1350亿元，同比下降26.1%；合计实现归属母公司净利润1095亿元，同比下降26.9%。环比来看，35家煤企2023Q2归母净利润环比有所下滑，为450亿元，环比2023Q1下降30.2%，主要受到煤价明显下滑影响。
- **煤炭产销量同比上涨。**2023年上半年，在煤价下降背景下，行业内多数公司选择以量补价稳定盈利，同时部分公司也存在核增产能释放的现象，例如陕西煤业韩家湾煤矿（150万吨/年核增至400万吨/年）、山煤国际（河曲露天煤业、豹子沟煤业取得安全生产许可证，合计1150万吨/年产能；鑫顺煤业进入开采阶段，庄子河煤矿进入联合试运转）等，综合影响下，2023年上半年25家煤炭上市公司产量实现5.9亿吨，同比上涨6.5%，销量6.0亿吨，同比上涨5.6%。
- **盈利能力下降与煤价下调相关。**2023年上半年，21家煤炭上市公司煤炭的平均销售价格为656元/吨，同比下降11%；平均销售成本364元/吨，同比下降3%；平均毛利292元/吨，同比下降19%；毛利率45%，同比下降4.7个百分点，降价是煤企单位盈利能力下降的主要原因。
- **费用率同比提升，绝对值同比降低。从相对值来看（算数平均值方法），**2023年上半年35家煤炭上市公司的期间费用率为8.3%，同比上涨0.9个百分点，其中，销售费用率为0.7%，同比上涨0.1个百分点，管理费用率为5.7%，同比上涨0.7个百分点，财务费用率为1.9%，同比增长0.02个百分点；**从绝对值来看，**2023年上半年35家煤炭上市公司累计期间费用408亿元，同比下降3.8%，其中，销售费用54亿元，同比下降0.7%，管理费用275亿元，同比增加1.3%，财务费用79亿元，同比

下降 19.4%。

- **行业盈利指标同比回落。**从销售毛利率来看，35 家煤炭上市公司 2023 年上半年平均值为 27.7%，同比下降 3.7 个百分点，其中仅 9 家公司毛利率同比有所提升；从销售净利率来看，35 家煤炭上市公司 2023 年上半年平均值为 14.0%，同比下降 3.2 个百分点，其中仅 10 家公司净利率同比有所提升；从 ROE 来看，35 家煤炭上市公司 2023 年上半年平均值为 7.0%，同比下降 4.0 个百分点，其中仅 5 家公司 ROE 同比有所提升。
- **经营性现金流同比下降，债务负担持续减轻。**35 家煤炭上市公司 2023 年上半年经营性现金流合计为 1417 亿元，同比减少 451 亿元，下降 24.1%；有息负债合计为 4850 亿元，同比下降 6.2%。资产负债率平均为 52.0%，同比下降 0.6 个百分点。综合来看，随着盈利能力的下降，上述公司经营性现金流有所减少，但多数公司注重负债管理，资产负债率继续下降，企业整体资产质量得到进一步夯实。
- **应收账款周转天数同比增长。**应收账款方面：2023 年上半年 35 家煤炭上市公司应收账款周转天数平均为 22 天，同比增长 1 天，同比增幅 9.4%；存货周转方面，存货周转天数 27 天，同比增长 3 天，同比增幅 12.3%。
- **投资策略：行业基本面、政策面、资金面共振，煤炭板块配置价值凸显。**  
**动力煤方面**，本周坑口发运到港口成本继续倒挂，港口库存持续回落，截至 9 月 8 日，环渤海九港库存为 2078.8 万吨，周环比下降 116.1 万吨，回落至中等偏低位置；产地库存也在持续下降，截至 9 月 4 日，动力煤生产企业库存量为 1387.3 万吨，周环比下降 4.6 万吨。非电行业的动力煤需求进入旺季，近期国内生产及海外进口收紧明显，港口库存持续回落，港口动力煤价环比持续上涨，我们预计短期煤价偏强波动。  
**炼焦煤方面**，本周焦企出现亏损，短期焦企采购积极性较弱，但下游生铁产量维持在高位，宏观预期向好钢价有所提涨，提振整体产业链。考虑到竞争品动力煤价格表现偏强，且下游钢厂持续处于高位，我们预计近期国内焦煤价格平稳偏强。  
**近期煤炭板块表现抢眼，我们认为是基本面、政策面、资金面三方面共振的结果。**基本面体现在供应收缩超预期、市场结构性缺货、结构性需求释放、煤价表现超预期等方面，政策面体现在稳地产及稳经济预期较强，对周期品预期需求有拉动作用，资金面体现在板块机构仓位低、配置需求上升等方面。
- **长期来看**，在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新发电机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，对煤炭需求拉动具有决定性作用。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给能力的约束依然没变。当前市场煤价表现超预期，建议积极布局煤炭板块，维持行业“推荐”评级。**动力煤股建议关注：**中国神华（长协煤

占比高，业绩稳健高分红)；陕西煤业(资源禀赋优异，业绩稳健高分红)；兖矿能源(海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的)；中煤能源(长协比例高，低估值标的)；山煤国际(煤矿成本低，盈利能力强分红高)；晋控煤业(账上净货币资金多，业绩有提升改善空间)；广汇能源(煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅)；新集能源(煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高)。**冶金煤建议关注：**潞安环能(市场煤占比高，业绩弹性大)；山西焦煤(炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的)；淮北矿业(低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间)；平煤股份(高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债)。**煤炭+电解铝建议关注：**神火股份(煤电一体化，电解铝弹性标的)。**无烟煤建议关注：**华阳股份(布局钠离子电池，新老能源共振)；兰花科创(资源禀赋优异，优质无烟煤标的)。

- **风险提示：**1) 经济增速不及预期风险；2) 政策调控力度超预期的风险；3) 可再生能源持续替代风险；4) 煤炭进口影响风险；5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险；6) 煤炭价格波动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/09/08		EPS		PE			投资 评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
601088.SH	中国神华	29.44	3.50	3.17	3.31	8.4	9.3	8.9	买入
601225.SH	陕西煤业	18.15	3.62	2.44	2.48	5.0	7.4	7.3	买入
600188.SH	兖矿能源	19.24	6.30	2.70	2.84	3.1	7.1	6.8	买入
601898.SH	中煤能源	8.44	1.38	1.52	1.69	6.1	5.6	5.0	买入
600546.SH	山煤国际	18.75	3.52	2.80	2.87	5.3	6.7	6.5	买入
600256.SH	广汇能源	7.02	1.73	1.16	1.59	4.1	6.0	4.4	买入
601699.SH	潞安环能	18.22	4.74	3.21	3.39	3.8	5.7	5.4	买入
000983.SZ	山西焦煤	9.40	2.09	1.47	1.53	4.5	6.4	6.1	买入
600348.SH	华阳股份	8.12	2.92	1.43	1.57	2.8	5.7	5.2	买入
000933.SZ	神火股份	16.73	3.39	2.82	3.06	4.9	5.9	5.5	买入
600985.SH	淮北矿业	12.48	2.83	2.46	2.54	4.4	5.1	4.9	买入
601666.SH	平煤股份	9.69	2.47	1.64	1.78	3.9	5.9	5.4	买入
600123.SH	兰花科创	9.07	2.82	1.71	1.89	3.2	5.3	4.8	买入
601918.SH	新集能源	4.89	0.80	0.88	0.93	6.1	5.6	5.3	买入
601001.SH	晋控煤业	10.89	1.82	1.59	1.64	6.0	6.9	6.6	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 内容目录

1、 2023 年 Q2 公募基金重仓股持仓分析：基金持仓环比下降，占投资总市值为 0.39%.....	6
2、 2023 年上半年综述：行业盈利回归合理水平，资产质量进一步提升.....	8
2.1、 进口量大幅上涨，煤价高位回落.....	8
2.2、 2023 年上半年煤企业绩回归合理水平.....	9
2.3、 多数煤企以量补价，煤炭产销量同比上涨.....	13
2.4、 盈利能力下降与煤价下调相关.....	14
2.5、 费用控制成效显著.....	15
2.6、 行业盈利同比回落.....	17
2.7、 经营性现金流同比下降，债务负担持续减轻.....	18
2.8、 应收账款及存货周转天数同比增长.....	20
3、 投资策略：基本面与政策面形成共振，看好板块投资机会.....	21
4、 风险提示.....	22

## 图表目录

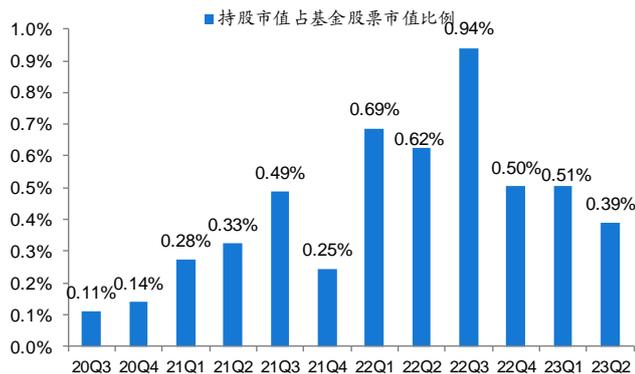
图 1: 煤炭板块基金持股市值占基金股票市值比例情况 .....	6
图 2: 煤炭板块个股持股基金数情况 .....	6
图 3: 煤炭板块基金持股总量情况 .....	7
图 4: 煤炭板块基金季报持仓变动情况 .....	7
图 5: 煤炭板块基金持股占流通股比例情况 .....	7
图 6: 煤炭板块基金持股总市值情况 .....	7
图 7: 秦皇岛港动力煤价格走势 .....	8
图 8: 秦港动力煤均价 .....	8
图 9: 京唐港主焦煤价格走势 .....	9
图 10: 京唐港主焦煤均价 .....	9
图 11: 35 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元) .....	10
图 12: 35 家煤炭上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元) .....	11
图 13: 35 家煤炭上市公司营业收入总计 .....	12
图 14: 35 家煤炭上市公司净利润总计 .....	12
图 15: 35 家煤炭上市公司归母净利润总计 .....	12
图 16: 35 家煤炭上市公司扣非归母净利润总计 .....	12
图 17: 34 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 营业收入总计 .....	12
图 18: 34 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 净利润总计 .....	12
图 19: 34 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 归母净利润总计 .....	13
图 20: 34 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 扣非归母净利润总计 .....	13
图 21: 25 家煤炭上市公司煤炭产销情况 (单位: 万吨) .....	14
图 22: 21 家煤炭上市公司销售价格、成本、毛利情况 (单位: 元/吨、%) .....	15
图 23: 35 家煤炭上市公司期间费用率情况 (单位: %) .....	16
图 24: 35 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况 (单位: %) .....	17
图 25: 35 家煤炭上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元、%) .....	19
图 26: 35 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天) .....	20

## 1、2023年Q2公募基金重仓股持仓分析：基金持仓环比下降，占投资总市值为0.39%

自2022年以来，公募基金重仓股持有煤炭行业股票市值占比呈现先增加后回落态势，2023年二季度占比0.39%，环比持续小幅下降，但仍高于2021年平均水平（0.33%）。2022年第一季度持股市值占基金股票投资市值比为0.69%（环比+0.44pct）；2022年第二季度为0.62%（环比-0.06pct）；2022年第三季度为0.94%（环比+0.32pct）；2022年第四季度为0.50%（环比-0.44pct）；2023年第一季度为0.51%（环比基本持平），2023年第二季度为0.39%（环比-0.12pct）。

个股持有基金数方面，持有中国神华、陕西煤业、山煤国际、兖矿能源、中国神华（HK）的基金数量位列前5名。其中，持有中国神华的基金合计数量最多，共172只，其次是陕西煤业、山煤国际、兖矿能源、中国神华（HK），分别有128、51、45以及43只基金持有。

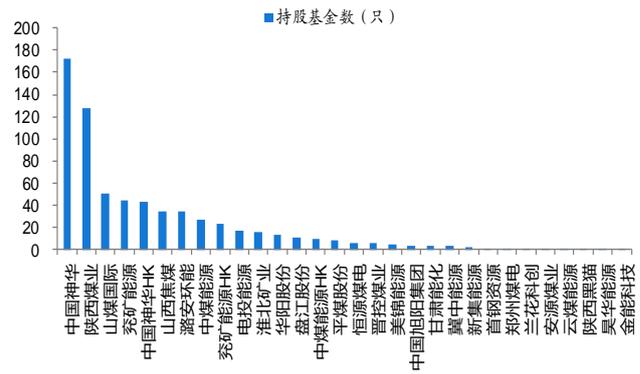
图1：煤炭板块基金持股市值占基金股票市值比例情况



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至2023年半年报

图2：煤炭板块个股持股基金数情况



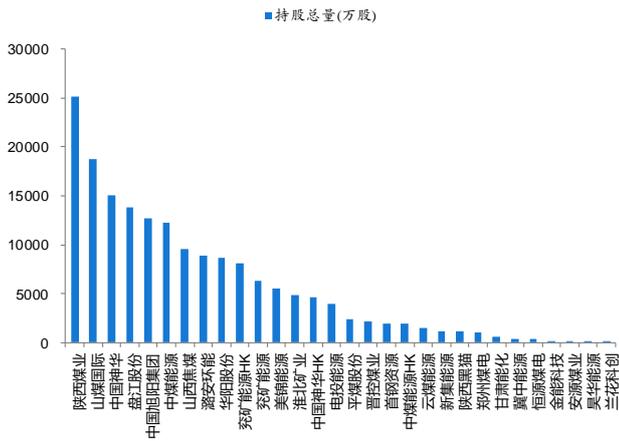
资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至2023年半年报

**持股总量方面**，陕西煤业、山煤国际、中国神华、盘江股份、中国旭阳集团5家公司位列前5名。具体而言，基金持有陕西煤业股票总量最多，为25,126.8万股；山煤国际的基金持股总量位列第二，为18,816.08万股；中国神华的基金持股总量为15,083.4万股；盘江股份的基金持股总量为13,843.03万股；中国旭阳集团的基金持股总量为12,763.7万股。

**季度持仓变动方面**，基金加仓最多的公司为盘江股份、华阳股份、电投能源、云煤能源、新集能源。其中，盘江股份获得加仓9,724.85万股，华阳股份获得加仓3,483.10万股，电投能源获得加仓3,260.88万股，云煤能源获得加仓1,472.15万股，新集能源获得加仓1,157.71万股；**基金减仓最多的公司**，分别为潞安环能、兖矿能源HK、陕西煤业、山西焦煤以及兖矿能源，具体而言，潞安环能被减仓8,654.78万股，兖矿能源HK被减仓7,216.80万股，陕西煤业被减仓5,274.62万股，山西焦煤被减仓5,075.62万股，兖矿能源被减仓4,830.12万股。

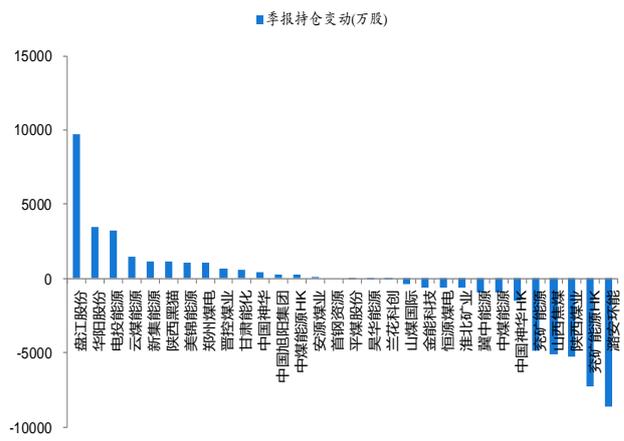
图 3: 煤炭板块基金持股总量情况



资料来源: wind、国海证券研究所

注: 数据截至 2023 年半年报

图 4: 煤炭板块基金季报持仓变动情况



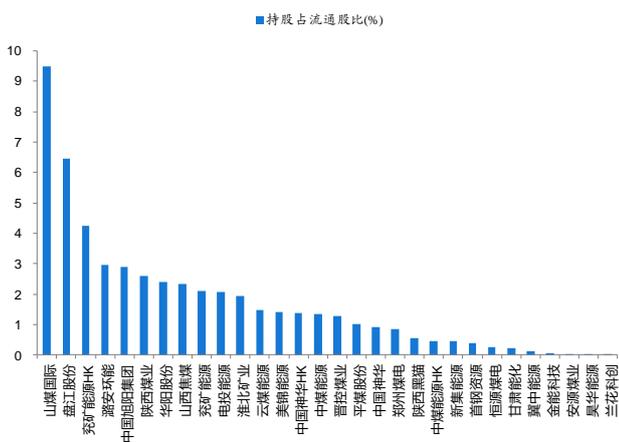
资料来源: wind、国海证券研究所

注: 数据截至 2023 年半年报

**持股占流通股比例方面**, 山煤国际、盘江股份、兖矿能源 (HK)、潞安环能、中国旭阳集团基金持股占流通股比最多, 位列前五名。其中, 山煤国际的基金持股占流通股比例最高, 为 9.49%; 其余公司基金持股占流通股比例分别为盘江股份 6.45%、兖矿能源 (HK) 4.25%、潞安环能 2.97% 以及中国旭阳集团 2.89%。

**持股总市值方面**, 中国神华、陕西煤业、山煤国际、兖矿能源、兖矿能源 (HK) 基金持股总市值位列前 5 名。其中, 中国神华的基金持股总市值最高, 为 463,814.56 万元。其余公司基金持股总市值分别为陕西煤业 457,056.41 万元、山煤国际 272,268.74 万元、兖矿能源 190,123.21 万元以及兖矿能源 (HK) 167,276.69 万元。

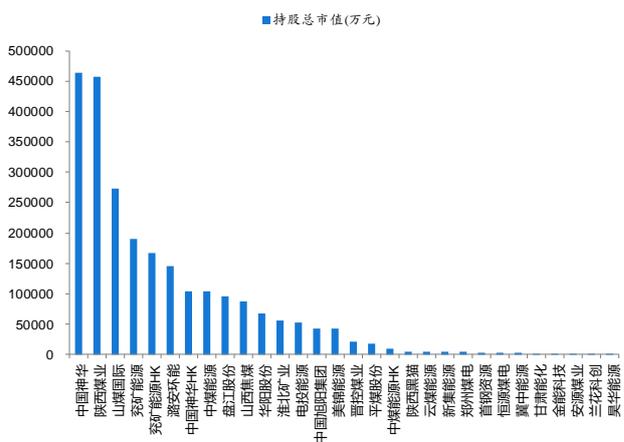
图 5: 煤炭板块基金持股占流通股比例情况



资料来源: wind、国海证券研究所

注: 数据截至 2023 年半年报

图 6: 煤炭板块基金持股总市值情况



资料来源: wind、国海证券研究所

注: 数据截至 2023 年半年报

## 2、2023 年上半年综述：行业盈利回归合理水平，资产质量进一步提升

### 2.1、进口量大幅上涨，煤价高位回落

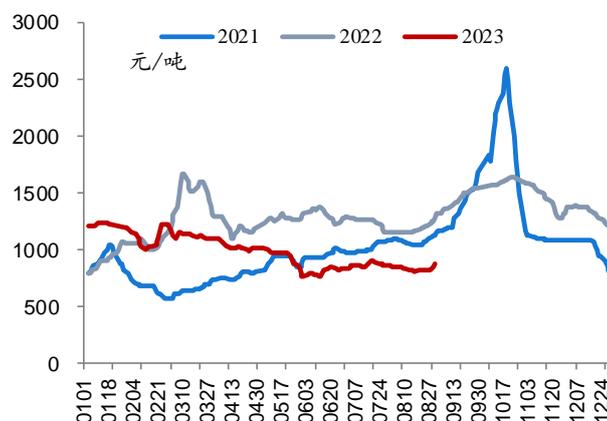
**经济恢复向好，火电需求提升。**今年上半年，我国工业经济总体呈现恢复向好态势，生产持续恢复，据国家统计局数据，工业增加值增速实现 3.8%（去年同期 3.4%），粗钢和水泥产量累计增速也实现转正，其中粗钢产量累计增速从去年上半年的-6.5%恢复至+1.3%，水泥产量增速从-15.0%提升至+1.3%。

此外，今年夏季部分地区高温也额外提升生活用能需求，推升能源消费量，据能源统计司估算，我国上半年能源消费总量同比增长 5.1%。能源消费结构上看，上半年受来水影响水电大幅下滑，水电发电同比下降 22.9%，而火电发电量相应提升，火电产量累计增速从上年度同期的-3.9%提升至+7.5%，电煤需求同步提升。

**原煤生产稳定，煤炭进口量大幅上涨。**据国家统计局数据显示，2023 年上半年，全国原煤产量 23.0 亿吨，同比增长 4.4%，产量稳中小幅上涨。而进口方面增长显著，上半年我国煤炭进口量 2.2 亿吨，同比增长 93%，约增加 1.06 亿吨，其中印度尼西亚煤占比 50.6%（同比-7.6pct），俄罗斯占比 23.1%（同比+1.6pct），蒙古占比 13.2%（同比+6.3pct），澳大利亚占比 7.5%（去年无实际进口量），加拿大占比 2.1%（同比-1.8pct）。

**受进口冲击影响，上半年煤价回落明显。**分煤种看，2023 年上半年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 1036 元/吨，同比下降 14.9%，其中 Q2 均价为 926 元/吨，同比下降 26.5%；2023 年上半年京唐港主焦煤（山西产）均价为 2245 元/吨，同比下降 27.0%，其中 Q2 均价为 1960 元/吨，同比下降 39.1%。

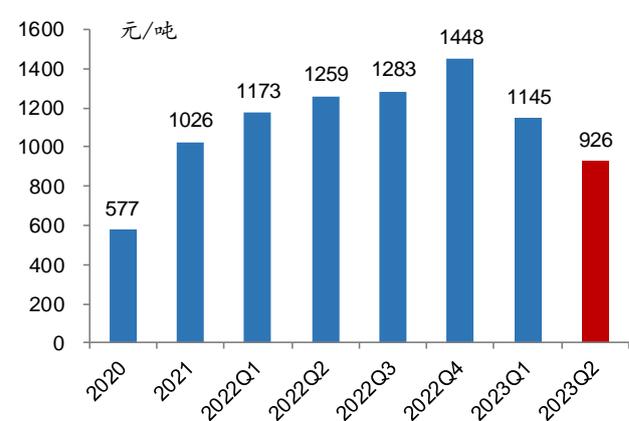
图 7：秦皇岛港动力煤价格走势



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年 9 月 1 日

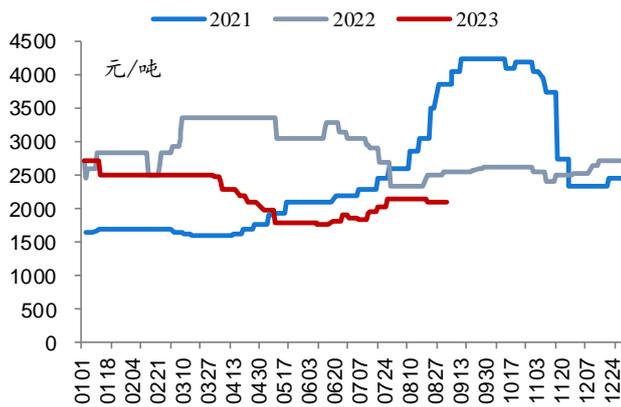
图 8：秦港动力煤均价



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年 6 月 30 日

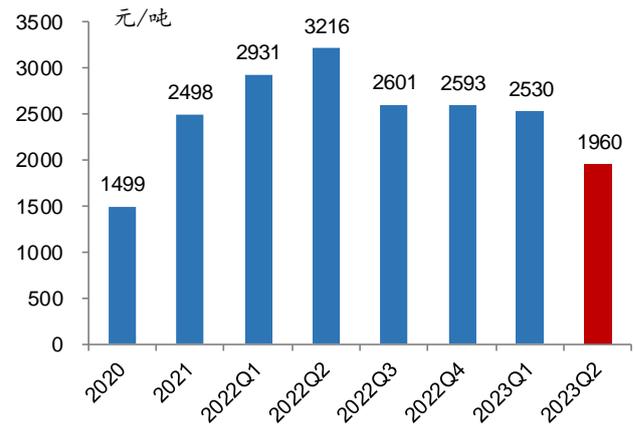
图 9: 京唐港主焦煤价格走势



资料来源: wind、国海证券研究所

注: 数据截至 2023 年 9 月 4 日

图 10: 京唐港主焦煤均价



资料来源: wind、国海证券研究所

注: 数据截至 2023 年 6 月 30 日

## 2.2、2023 年上半年煤企业绩回归合理水平

**业绩回归合理水平。**我们重点关注的 35 家煤炭上市公司, 2023 年上半年合计实现营业收入 7646 亿元, 同比下降 7.0%; 合计实现净利润 1350 亿元, 同比下降 26.1%; 合计实现归属母公司净利润 1095 亿元, 同比下降 26.9%。如果剔除对行业影响较大的中国神华, 34 家煤炭上市公司, 2023 年上半年合计实现净利润 963 亿元, 同比下降 28.6%; 合计实现归属母公司净利润 763 亿元, 同比下降 29.9%, 2023 年上半年行业盈利能力回落明显。

**扣非后业绩同步下滑。**从扣非归母净利润来看, 35 家煤炭上市公司 2023 年上半年实现扣非归母净利润 1089 亿元, 同比下降 22.3%; 非经常损益实现 7 亿元, 同比下降 93.2% (主要是 2022 年上半年陕煤投资获得可观收益导致); 如果剔除中国神华, 34 家煤炭上市公司, 2023 年上半年合计实现扣非归母净利润 759 亿元, 同比下降 23.8%。

图 11: 35 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

细分板块	上市公司	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比
动力煤	甘肃能化	2,955	5,755	-7.0%	646	1,280	-38.0%	620	1,283	239.9%
	电投能源	13,623	13,209	-3.0%	2,332	2,583	10.7%	2,286	2,526	10.4%
	郑州煤电	2,246	2,192	-2.4%	146	46	-68.1%	146	33	-77.4%
	兖矿能源	100,285	84,401	-15.8%	18,037	10,210	-43.4%	17,839	10,049	-43.7%
	安源煤业	4,929	3,260	-33.9%	-234	52	122.4%	-232	50	121.6%
	大有能源	4,216	3,533	-16.2%	823	221	-73.2%	820	219	-73.3%
	山煤国际	21,155	20,676	-2.3%	3,541	3,058	-13.6%	3,609	3,113	-13.8%
	恒源煤电	4,449	4,238	-4.8%	880	1,118	27.2%	883	1,110	25.8%
	晋控煤业	8,866	7,453	-15.9%	2,332	1,386	-40.6%	2,359	1,342	-43.1%
	中国神华	165,579	169,442	2.3%	41,144	33,279	-19.2%	40,510	32,970	-18.6%
	昊华能源	4,214	4,148	-1.6%	924	708	-23.3%	930	660	-29.0%
	陕西煤业	83,690	90,662	8.1%	24,598	11,579	-54.7%	15,022	13,632	-9.5%
	中煤能源	118,039	109,357	-7.4%	13,377	11,835	-11.5%	13,314	11,751	-11.7%
	新集能源	5,613	6,260	11.5%	1,132	1,308	15.5%	1,127	1,287	14.1%
炼焦煤	冀中能源	19,987	14,752	-26.2%	2,571	3,367	31.0%	2,606	1,874	-28.1%
	山西焦煤	27,713	27,560	-15.7%	5,694	4,517	-29.4%	5,673	4,547	-19.9%
	永泰能源	16,586	13,982	-15.7%	770	1,013	31.4%	789	1,005	27.3%
	盘江股份	6,249	5,297	-15.2%	1,244	619	-50.2%	1,451	557	-61.6%
	上海能源	6,773	5,867	-13.4%	1,545	1,180	-23.7%	1,542	1,175	-23.8%
	淮北矿业	38,424	37,300	-2.9%	3,562	3,588	1.1%	3,784	3,439	-8.8%
	开滦股份	13,232	11,942	-9.7%	1,347	784	-41.8%	1,232	772	-37.3%
	平煤股份	19,403	15,969	-17.7%	3,365	2,234	-33.6%	3,415	2,121	-37.9%
	辽宁能源	3,255	3,003	-7.7%	248	255	3.0%	246	244	-0.6%
	潞安环能	28,286	21,883	-22.6%	5,849	5,296	-9.5%	5,833	5,269	-9.7%
神火股份	21,646	19,109	-11.7%	4,536	2,739	-39.6%	4,541	2,742	-39.6%	
无烟煤	兰花科创	7,658	6,469	-15.5%	1,986	1,362	-31.4%	2,267	1,337	-41.0%
	华阳股份	18,334	15,413	-18.8%	3,323	3,012	-9.4%	3,305	2,992	-9.5%
焦炭	美锦能源	13,355	9,739	-27.1%	1,359	373	-72.6%	1,501	352	-76.5%
	安泰集团	7,068	5,231	-26.0%	113	-273	-340.9%	85	-273	-423.4%
	云维股份	684	365	-46.7%	15	2	-85.7%	15	2	-86.4%
	山西焦化	6,561	4,456	-32.1%	2,089	916	-56.2%	2,084	915	-56.1%
	云煤能源	3,982	3,688	-7.4%	-61	-33	45.3%	-33	-43	-30.7%
	宝泰隆	1,970	1,673	-15.0%	102	56	-45.4%	99	51	-48.1%
	陕西黑猫	12,571	9,115	-27.5%	436	-64	-114.7%	436	-63	-114.4%
	金能科技	8,825	7,215	-18.2%	174	-61	-135.0%	69	-165	-337.6%
合计	822,420	764,613	-7.0%	149,947	109,544	-26.9%	140,173	108,877	-22.3%	
剔除神华	656,841	595,171	-9.4%	108,803	76,265	-29.9%	99,663	75,907	-23.8%	

资料来源: wind、国海证券研究所

注: 同比数据经过重述调整

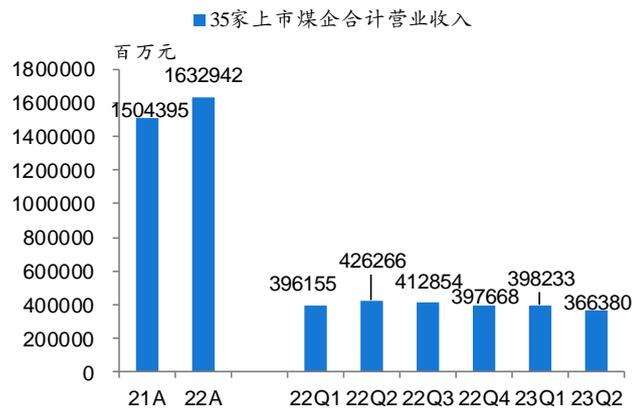
**2023Q2 单季业绩环比下滑, 主要由于煤价下滑导致。**2022 年三季度以来, 35 家煤炭上市公司各单季度归母净利润分别为 602 亿元、410 亿元和 645 亿元, 2023Q2 受到煤价明显下滑影响, 35 家煤企归母净利润环比有所下滑, 为 450 亿元, 环比 2023Q1 下降 30.2%。如果剔除中国神华后, 34 家煤炭上市公司, 2022 年三季度以来各单季度归母净利润分别为 422 亿元、306 亿元和 459 亿元, 2023Q2 业绩为 304 亿元, 环比 2023Q1 下降 33.8%。

图 12: 35 家煤炭上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元)

细分板块	上市公司	归母净利润				
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	Q2环比
动力煤	甘肃能化	64	2,459	958	322	-66.4%
	电投能源	929	726	1,617	966	-40.3%
	郑州煤电	-90	12	65	-18	-128.1%
	兖矿能源	9,091	3,646	5,652	4,558	-19.4%
	安源煤业	47	110	57	-4	-107.8%
	大有能源	548	185	315	-94	-129.9%
	山煤国际	1,853	1,587	1,686	1,372	-18.7%
	恒源煤电	727	906	608	510	-16.2%
	晋控煤业	1,050	-339	711	675	-5.1%
	中国神华	17,987	10,495	18,612	14,667	-21.2%
	昊华能源	605	-185	430	278	-35.2%
	陕西煤业	3,709	6,816	6,911	4,668	-32.5%
	中煤能源	5,951	-1,088	7,155	4,680	-34.6%
	新集能源	709	223	594	714	20.2%
	炼焦煤	冀中能源	1,414	473	2,703	664
山西焦煤		2,603	2,425	2,470	2,047	-17.1%
永泰能源		771	368	419	594	41.8%
盘江股份		414	536	350	269	-23.3%
上海能源		577	-382	835	344	-58.8%
淮北矿业		1,655	1,792	2,111	1,477	-30.1%
开滦股份		474	31	408	376	-7.7%
平煤股份		1,363	997	1,146	1,088	-5.1%
辽宁能源		-33	-20	287	-32	-111.1%
潞安环能		3,419	4,900	3,380	1,915	-43.3%
神火股份	1,319	1,716	1,546	1,193	-22.8%	
无烟煤	兰花科创	772	465	773	589	-23.9%
	华阳股份	1,636	2,067	1,727	1,285	-25.6%
焦炭	美锦能源	352	498	402	-29	-107.3%
	安泰集团	-177	-233	-123	-149	-21.3%
	云维股份	4	3	1	1	-46.9%
	山西焦化	617	-124	763	154	-79.9%
	云煤能源	-35	-86	-16	-18	-13.0%
	宝泰隆	9	41	30	26	-15.4%
	陕西黑猫	-196	38	56	-120	-314.5%
	金能科技	86	-11	-139	78	156.0%
<b>合计</b>		<b>60,222</b>	<b>41,048</b>	<b>64,504</b>	<b>45,041</b>	<b>-30.2%</b>
<b>剔除神华</b>		<b>42,235</b>	<b>30,553</b>	<b>45,892</b>	<b>30,374</b>	<b>-33.8%</b>

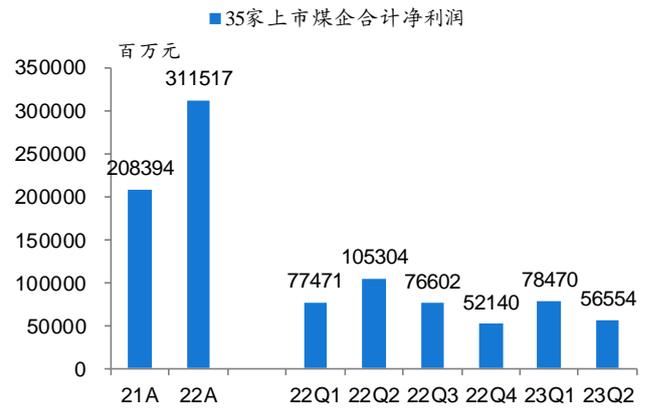
资料来源: wind、国海证券研究所

图 13: 35 家煤炭上市公司营业收入总计



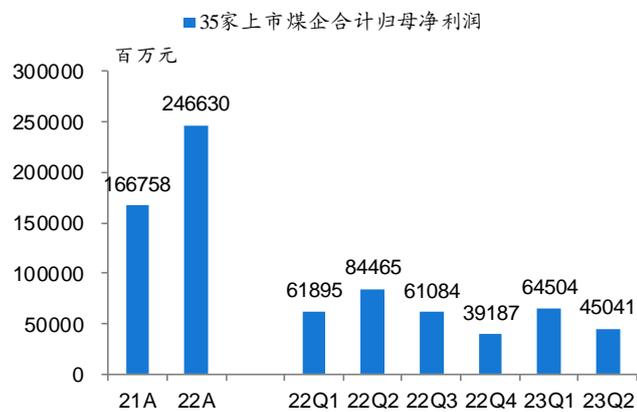
资料来源: wind、国海证券研究所

图 14: 35 家煤炭上市公司净利润总计



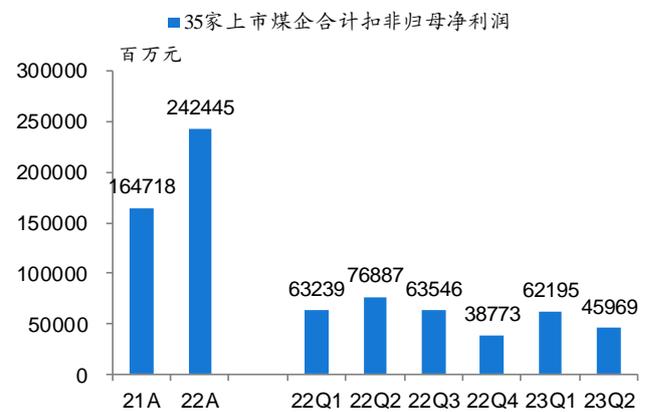
资料来源: wind、国海证券研究所

图 15: 35 家煤炭上市公司归母净利润总计



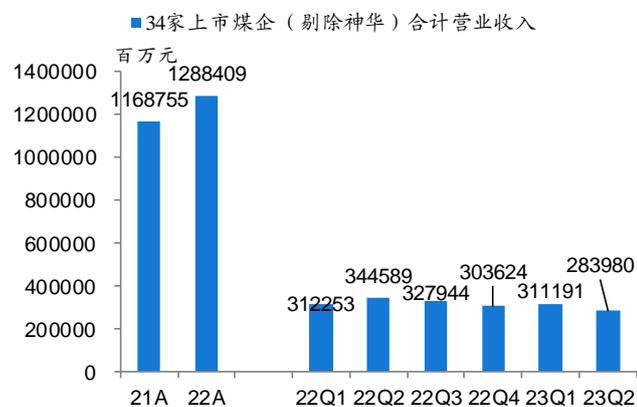
资料来源: wind、国海证券研究所

图 16: 35 家煤炭上市公司扣非归母净利润总计



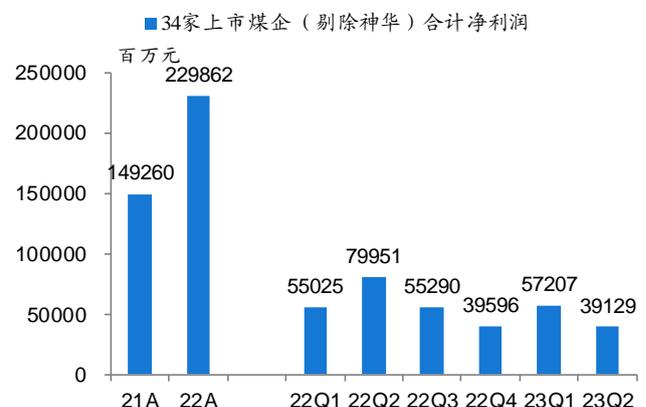
资料来源: wind、国海证券研究所

图 17: 34 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 营业收入总计



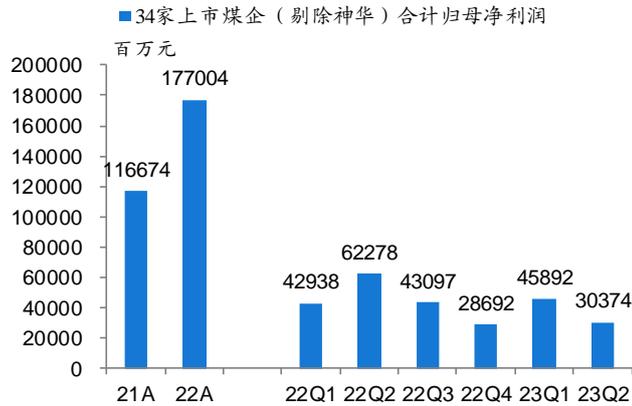
资料来源: wind、国海证券研究所

图 18: 34 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 净利润总计



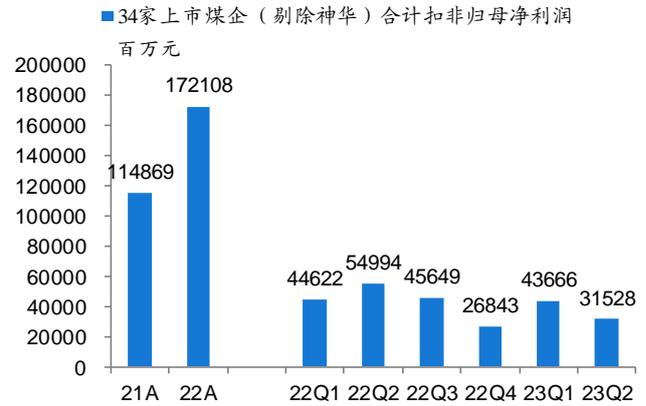
资料来源: wind、国海证券研究所

图 19: 34 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 归母净利润总计



资料来源: wind、国海证券研究所

图 20: 34 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 扣非归母净利润总计



资料来源: wind、国海证券研究所

### 2.3、多数煤企以量补价，煤炭产销量同比上涨

2023 年上半年标的上市公司煤炭产销量同比上涨。2023 年上半年，在煤价下降背景下，行业内多数公司选择以量补价稳定盈利，同时部分公司也存在核增产能释放的现象，例如陕西煤业韩家湾煤矿（150 万吨/年核增至 400 万吨/年）、山煤国际（河曲露天煤业、豹子沟煤业取得安全生产许可证，合计 1150 万吨/年产能；鑫顺煤业进入开采阶段，庄子河煤矿进入联合试运转）等，综合影响下，2023 年上半年 25 家煤炭上市公司产量实现 5.9 亿吨，同比上涨 6.5%，自产煤销量 6.0 亿吨，同比上涨 5.6%。如果剔除掉中国神华，24 家煤炭上市公司 2023 年上半年产量为 4.3 亿吨，同比上涨 8.3%，销量 3.8 亿吨，同比上涨 6.7%。

图 21: 25 家煤炭上市公司煤炭产销情况 (单位: 万吨)

细分板块	上市公司	产量			销量		
		2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比
动力煤	甘肃能化	436	959	119.7%	356	806	126.8%
	电投能源	2243	2336	4.2%	2233	2314	3.7%
	郑州煤电	302	335	10.9%	322	328	1.9%
	兖矿能源	5064	4923	-2.8%	4684	4392	-6.2%
	安源煤业	46	73	58.8%	46	72	57.1%
	大有能源	592	529	-10.6%	600	503	-16.2%
	山煤国际	2020	2695	33.4%	2375	2695	13.5%
	恒源煤电	498	448	-10.0%	364	379	4.2%
	晋控煤业	1716	1701	-0.9%	1433	1448	1.1%
	中国神华	15760	16070	2.0%	21010	21790	3.7%
	昊华能源	678	851	25.5%	672	849	26.3%
	陕西煤业	7616	8407	10.4%	7501	8280	10.4%
	中煤能源	5923	6712	13.3%	5865	6485	10.6%
	新集能源	865	983	13.7%	807	1014	25.7%
	炼焦煤	永泰能源	519	605	16.6%	517	609
盘江股份		737	800	8.5%	567	640	12.9%
上海能源		418	423	1.3%	301	306	1.5%
淮北矿业		1244	1133	-8.9%	1048	982	-6.3%
开滦股份		446	458	2.6%	117	111	-5.3%
平煤股份		1501	1537	2.4%	-	-	-
辽宁能源		265	309	16.7%	267	288	7.8%
潞安环能		2943	2954	0.4%	2613	2713	3.8%
神火股份	315	380	20.6%	314	390	24.3%	
无烟煤	兰花科创	603	645	7.1%	560	566	1.2%
	华阳股份	2334	2376	1.8%	2373	2157	-9.1%
<b>合计</b>		<b>55083</b>	<b>58642</b>	<b>6.5%</b>	<b>56944</b>	<b>60119</b>	<b>5.6%</b>
<b>剔除神华</b>		<b>39323</b>	<b>42572</b>	<b>8.3%</b>	<b>35934</b>	<b>38329</b>	<b>6.7%</b>

资料来源: 各公司年报、国海证券研究所

## 2.4、盈利能力下降与煤价下调相关

2023年上半年, 21家煤炭上市公司煤炭的平均销售价格为656元/吨, 同比下降11%; 平均销售成本364元/吨, 同比下降3%; 平均毛利292元/吨, 同比下降19%; 毛利率45%, 同比下降4.7个百分点, 降价是煤企单位盈利能力下降的主要原因。

图 22: 21 家煤炭上市公司销售价格、成本、毛利情况 (单位: 元/吨、%)

细分板块	上市公司	吨煤价格			吨煤成本			吨煤毛利			毛利率		
		2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比-pct
动力煤	甘肃能化	1349	551	-59%	476	272	-43%	873	279	-68%	65%	51%	-14.1
	电投能源	187	199	7%	93	84	-9%	94	115	23%	50%	58%	7.5
	郑州煤电	637	599	-6%	387	395	2%	250	204	-19%	39%	34%	-5.3
	兖矿能源	1091	943	-13%	372	353	-5%	718	591	-18%	66%	63%	-3.2
	安源煤业	941	1037	10%	1121	768	-31%	-180	269	50%	-19%	26%	45.0
	大有能源	662	589	-11%	312	347	11%	351	242	-31%	53%	41%	-11.9
	恒源煤电	1132	1051	-7%	664	545	-18%	468	506	8%	41%	48%	6.8
	中国神华	649	621	-4%	413	423	2%	236	198	-16%	36%	32%	-4.5
	昊华能源	586	448	-24%	216	195	-10%	370	253	-32%	63%	56%	-6.7
	陕西煤业	641	595	-7%	277	298	8%	364	297	-18%	57%	50%	-6.9
	中煤能源	752	624	-17%	309	285	-8%	443	339	-24%	59%	54%	-4.6
新集能源	577	540	-6%	333	330	-1%	244	210	-14%	42%	39%	-3.4	
炼焦煤	永泰能源	1337	959	-28%	499	421	-16%	838	538	-36%	63%	56%	-6.6
	盘江股份	985	744	-24%	505	506	0%	479	238	-50%	49%	32%	-16.7
	上海能源	1595	1280	-20%	588	600	2%	1007	681	-32%	63%	53%	-10.0
	淮北矿业	1183	1269	7%	686	670	-2%	497	599	20%	42%	47%	5.1
	开滦股份	3344	3266	-2%	1492	1541	3%	1852	1725	-7%	55%	53%	-2.6
	辽宁能源	857	718	-16%	530	456	-14%	327	262	-20%	38%	37%	-1.6
	神火股份	1585	1135	-28%	765	569	-26%	820	566	-31%	52%	50%	-1.9
无烟煤	兰花科创	1037	789	-24%	293	305	4%	744	484	-35%	72%	61%	-10.5
	华阳股份	726	627	-14%	424	323	-24%	302	304	1%	42%	48%	6.9
	<b>平均</b>	<b>735</b>	<b>656</b>	<b>-11%</b>	<b>373</b>	<b>364</b>	<b>-3%</b>	<b>362</b>	<b>292</b>	<b>-19%</b>	<b>49%</b>	<b>45%</b>	<b>-4.7</b>
	<b>剔除神华</b>	<b>797</b>	<b>681</b>	<b>-15%</b>	<b>345</b>	<b>323</b>	<b>-7%</b>	<b>452</b>	<b>358</b>	<b>-21%</b>	<b>57%</b>	<b>53%</b>	<b>-4.1</b>

资料来源: wind、国海证券研究所

## 2.5、费用控制成效显著

**2023H1 费用率同比提升, 绝对值同比降低。从相对值来看** (算数平均值方法), 2023 年上半年 35 家煤炭上市公司的期间费用率为 8.3%, 同比上涨 0.9 个百分点, 其中, 销售费用率为 0.7%, 同比上涨 0.1 个百分点, 管理费用率为 5.7%, 同比上涨 0.7 个百分点, 财务费用率为 1.9%, 同比增长 0.02 个百分点; **从绝对值来看**, 2023 年上半年 35 家煤炭上市公司累计期间费用 408 亿元, 同比下降 3.8%, 其中, 销售费用 54 亿元, 同比下降 0.7%, 管理费用 275 亿元, 同比增加 1.3%, 财务费用 79 亿元, 同比下降 19.4%。

究其原因, 今年上半年, 煤价下跌拖累了煤企的经营效益, 即表现为期间费率的普遍上涨, 但值得注意的是, 煤企在费用控制方面也不断贡献成效, 上半年多项费用出现下降, 一定程度平滑煤价下跌对经营效益的拖累。其中财务费用降幅最为明显, 主要由于近年来煤价处于相对较高水平, 煤企盈利较好, 部分煤企选择偿还债务。

图 23: 35 家煤炭上市公司期间费用率情况 (单位: %)

细分板块	上市公司	期间费用率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
		2022H1	2023H1	同比-pct									
动力煤	甘肃能化	8.5	11.2	2.7	0.9	0.9	0.0	7.2	8.4	1.1	0.4	1.9	1.5
	电投能源	3.3	3.2	-0.1	0.2	0.2	0.1	1.8	2.3	0.4	1.3	0.7	-0.6
	郑州煤电	16.5	18.4	2.0	1.5	1.6	0.1	10.7	12.1	1.3	4.2	4.7	0.5
	兖矿能源	7.5	8.3	0.8	2.5	2.9	0.5	3.2	3.9	0.7	1.9	1.5	-0.4
	安源煤业	4.9	6.6	1.7	0.4	0.6	0.2	1.6	2.8	1.2	2.9	3.2	0.3
	大有能源	17.6	21.8	4.2	1.3	1.7	0.4	11.3	15.5	4.2	4.9	4.6	-0.4
	山煤国际	5.9	5.9	-0.1	1.4	1.3	-0.1	3.3	4.1	0.7	1.2	0.5	-0.7
	恒源煤电	15.9	14.9	-1.0	0.8	0.8	-0.1	14.8	13.6	-1.1	0.3	0.5	0.2
	晋控煤业	4.5	6.9	2.4	0.7	0.7	0.0	1.9	4.8	2.9	1.9	1.4	-0.5
	中国神华	3.2	3.2	0.0	0.2	0.1	-0.1	3.2	3.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.1
	昊华能源	9.7	12.5	2.8	1.7	1.9	0.2	4.4	6.5	2.1	3.5	4.0	0.5
	陕西煤业	4.4	4.3	0.0	0.5	0.5	0.0	4.3	4.2	-0.1	-0.4	-0.3	0.0
	中煤能源	4.0	4.2	0.2	0.3	0.4	0.1	1.9	2.3	0.4	1.7	1.4	-0.3
	新集能源	12.2	9.1	-3.1	0.5	0.4	-0.1	6.1	4.3	-1.9	5.6	4.5	-1.1
炼焦煤	冀中能源	7.6	11.8	4.2	0.4	0.5	0.1	5.9	9.3	3.4	1.3	2.0	0.7
	山西焦煤	7.1	9.2	2.1	0.3	0.5	0.1	5.6	7.3	1.8	1.2	1.4	0.2
	永泰能源	11.5	13.8	2.2	0.3	0.3	0.0	4.0	4.7	0.8	7.3	8.8	1.5
	盘江股份	15.6	13.9	-1.6	0.2	0.2	0.1	14.0	12.6	-1.5	1.4	1.1	-0.2
	上海能源	6.4	5.9	-0.6	0.2	0.2	0.0	5.5	5.0	-0.4	0.7	0.6	-0.1
	淮北矿业	9.6	9.4	-0.2	0.3	0.3	0.0	8.5	8.1	-0.4	0.9	1.0	0.1
	开滦股份	5.6	5.7	0.1	1.1	0.9	-0.2	3.6	4.3	0.7	0.9	0.5	-0.4
	平煤股份	6.3	8.9	2.6	0.6	0.7	0.1	2.9	3.7	0.8	2.8	4.4	1.6
	辽宁能源	9.9	9.5	-0.5	0.6	0.7	0.0	6.1	6.2	0.1	3.2	2.6	-0.6
	潞安环能	8.4	9.0	0.6	0.2	0.2	0.0	6.2	8.6	2.4	1.9	0.1	-1.8
神火股份	4.3	5.6	1.3	0.7	0.9	0.2	2.0	3.9	1.9	1.7	0.8	-0.9	
无烟煤	兰花科创	13.7	11.4	-2.4	1.0	0.8	-0.3	10.5	9.4	-1.2	2.1	1.3	-0.9
	华阳股份	5.3	6.6	1.2	0.4	0.4	0.0	3.4	4.9	1.5	1.5	1.2	-0.2
焦炭	美锦能源	5.0	7.5	2.5	0.7	0.9	0.2	3.3	4.8	1.5	1.0	1.7	0.7
	安泰集团	2.6	2.8	0.2	0.0	0.0	0.0	1.7	1.3	-0.4	0.8	1.5	0.6
	云维股份	1.7	3.3	1.6	0.6	1.4	0.8	1.0	2.0	1.1	0.1	-0.1	-0.2
	山西焦化	4.9	6.9	2.0	0.5	0.6	0.1	2.7	4.0	1.3	1.7	2.3	0.5
	云煤能源	4.7	3.7	-1.1	0.1	0.1	0.0	3.5	2.6	-0.9	1.0	0.9	-0.1
	宝泰隆	7.0	10.0	3.0	0.2	0.3	0.1	4.3	6.4	2.2	2.6	3.3	0.8
	陕西黑猫	2.2	3.6	1.4	0.3	0.5	0.2	0.8	1.4	0.6	1.1	1.7	0.6
	金能科技	4.3	3.1	-1.2	0.1	0.1	0.0	3.2	2.1	-1.0	1.0	0.9	-0.2
<b>平均</b>		<b>7.5</b>	<b>8.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.1</b>	<b>5.0</b>	<b>5.7</b>	<b>0.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>0.02</b>
<b>剔除神华</b>		<b>7.6</b>	<b>8.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.1</b>	<b>5.0</b>	<b>5.8</b>	<b>0.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>0.02</b>

资料来源: wind、国海证券研究所

## 2.6、行业盈利同比回落

从销售毛利率来看，35家煤炭上市公司2023年上半年平均值为27.7%，同比下降3.7个百分点，其中仅9家公司毛利率同比有所提升；从销售净利率来看，35家煤炭上市公司2023年上半年平均值为14.0%，同比下降3.2个百分点，其中仅10家公司净利率同比有所提升；从ROE来看，35家煤炭上市公司2023年上半年平均值为7.0%，同比下降4.0个百分点，其中仅5家公司ROE同比有所提升。

图 24：35 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况（单位：%）

细分板块	上市公司	毛利率			净利率			ROE		
		2022H1	2023H1	同比-pct	2022H1	2023H1	同比-pct	2022H1	2023H1	同比-pct
动力煤	甘肃能化	35.1	40.3	5.2	21.8	22.3	0.5	7.1	9.3	2.3
	电投能源	35.8	34.5	-1.3	22.6	21.1	-1.5	10.5	9.7	-0.8
	郑州煤电	36.2	32.7	-3.5	12.4	6.8	-5.6	8.6	2.8	-5.8
	兖矿能源	39.3	31.2	-8.1	22.2	15.1	-7.0	24.8	12.4	-12.4
	安源煤业	0.6	9.2	8.6	-4.7	1.7	6.5	-41.5	8.6	50.2
	大有能源	51.2	32.2	-19.0	22.8	9.0	-13.8	10.7	2.7	-8.0
	山煤国际	45.7	43.7	-2.0	25.1	23.4	-1.8	27.1	19.5	-7.6
	恒源煤电	42.0	48.7	6.7	19.8	26.4	6.6	8.4	8.0	-0.3
	晋控煤业	56.0	47.3	-8.7	36.4	26.9	-9.6	18.1	9.3	-8.8
	中国神华	40.7	35.9	-4.9	28.9	22.8	-6.0	11.0	8.6	-2.4
	昊华能源	58.4	51.3	-7.2	32.2	25.6	-6.6	9.1	6.5	-2.7
	陕西煤业	41.9	37.0	-4.9	39.9	21.5	-18.3	27.0	10.9	-16.1
	中煤能源	26.3	24.5	-1.8	15.6	14.3	-1.3	11.0	8.6	-2.4
	新集能源	45.2	40.0	-5.2	22.2	22.3	0.1	11.1	10.7	-0.4
炼焦煤	冀中能源	31.1	34.7	3.6	14.8	25.2	10.4	13.8	14.7	0.9
	山西焦煤	41.7	41.2	-0.5	22.6	19.9	-2.6	22.2	14.3	-8.0
	永泰能源	26.0	28.0	2.0	3.9	7.4	3.5	1.8	2.3	0.5
	盘江股份	44.8	30.3	-14.5	20.5	12.5	-8.0	18.6	5.2	-13.4
	上海能源	45.7	37.5	-8.2	22.8	20.8	-2.0	13.7	9.4	-4.3
	淮北矿业	22.9	21.1	-1.8	10.0	9.3	-0.7	12.1	10.1	-2.0
	开滦股份	20.6	14.8	-5.7	10.3	4.8	-5.5	9.3	5.5	-3.8
	平煤股份	35.2	30.6	-4.6	18.9	15.0	-3.9	18.2	9.5	-8.7
	辽宁能源	26.0	26.8	0.9	7.6	8.5	0.9	4.7	4.7	-0.1
	潞安环能	48.1	53.3	5.2	24.3	27.3	3.0	15.6	10.3	-5.3
	神火股份	35.7	27.1	-8.6	24.4	15.9	-8.5	39.9	16.4	-23.6
无烟煤	兰花科创	57.8	43.2	-14.5	27.6	22.0	-5.6	14.5	8.9	-5.5
	华阳股份	40.4	43.0	2.6	20.5	22.0	1.4	16.1	11.1	-5.0
焦炭	美锦能源	23.3	15.0	-8.3	10.9	3.2	-7.6	10.3	2.5	-7.8
	安泰集团	4.2	-2.2	-6.3	1.6	-5.2	-6.8	3.9	-11.4	-15.4
	云维股份	4.7	4.1	-0.6	2.2	0.6	-1.6	4.5	0.6	-3.9
	山西焦化	2.5	-11.3	-13.9	31.8	20.5	-11.3	15.9	6.2	-9.7
	云煤能源	3.5	2.9	-0.6	-1.5	-0.8	0.6	-1.8	-1.1	0.7
	宝泰隆	14.2	16.2	2.1	4.6	3.2	-1.5	1.4	0.7	-0.7
	陕西黑猫	8.2	3.0	-5.3	4.0	-1.3	-5.3	5.0	-0.7	-5.7
	金能科技	6.2	0.1	-6.1	2.0	-0.8	-2.8	2.0	-0.7	-2.7
<b>平均</b>		<b>31.3</b>	<b>27.7</b>	<b>-3.7</b>	<b>17.2</b>	<b>14.0</b>	<b>-3.2</b>	<b>11.0</b>	<b>7.0</b>	<b>-4.0</b>
<b>剔除神华</b>		<b>31.1</b>	<b>27.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>16.8</b>	<b>13.7</b>	<b>-3.1</b>	<b>11.0</b>	<b>7.0</b>	<b>-4.0</b>

资料来源：wind、国海证券研究所

## 2.7、经营性现金流同比下降，债务负担持续减轻

**经营性现金流及负债方面：**35家煤炭上市公司2023年上半年经营性现金流合计为1417亿元，同比减少451亿元，下降24.1%；截止2023年半年报，35家煤炭上市公司有息负债合计为4850亿元，同比下降6.2%。资产负债率平均为52.0%，同比下降0.6个百分点；如果剔除掉中国神华，34家煤炭上市公司2023年上半年经营性现金流合计为954亿元，同比减少331亿元，下降25.8%；截止2023年半年报，34家煤炭上市公司有息负债合计为4341亿元，同比下降4.5%，资产负债率平均为52.6%，同比下降0.6个百分点；综合来看，随着盈利能力的下降，上述公司经营性现金流有所减少，但多数公司注重负债管理，资产负债率继续下降，企业整体资产质量得到进一步夯实。

图 25: 35 家煤炭上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元、%)

细分板块	上市公司	经营性现金流			有息负债			资产负债率		
		2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比-pct
动力煤	甘肃能化	14	670	-62%	2298	5434	136%	39.5	48.4	8.9
	电投能源	4411	3429	-22%	9025	8363	-7%	35.1	31.5	-3.6
	郑州煤电	487	219	-55%	2358	2392	1%	81.0	79.5	-1.5
	兖矿能源	13398	8661	-35%	99314	87927	-11%	62.9	61.8	-1.1
	安源煤业	28	142	413%	3195	4769	49%	95.8	94.1	-1.7
	大有能源	1968	824	-58%	5738	5814	1%	63.9	64.3	0.4
	山煤国际	4565	2888	-37%	10886	7100	-35%	60.8	53.0	-7.8
	恒源煤电	958	2071	117%	2319	1962	-15%	44.6	42.4	-2.3
	晋控煤业	2546	3542	39%	10233	8105	-21%	51.8	45.4	-6.5
	中国神华	58363	46349	-21%	62802	50938	-19%	31.6	31.8	0.2
	昊华能源	2324	1692	-27%	7000	8365	19%	51.8	52.4	0.6
	陕西煤业	18194	16978	-6%	7352	5862	-20%	36.9	39.7	2.8
	中煤能源	20122	17035	-15%	86933	79336	-9%	52.2	49.9	-2.4
	新集能源	1536	1955	27%	12481	13119	5%	62.9	59.5	-3.4
炼焦煤	冀中能源	3101	1145	-63%	13602	14863	9%	52.7	51.6	-1.0
	山西焦煤	5869	4467	-45%	13342	11745	-12%	55.3	52.1	-3.2
	永泰能源	2952	2993	1%	28009	23556	-16%	55.2	52.9	-2.3
	盘江股份	1432	796	-44%	4440	8116	83%	53.5	60.8	7.3
	上海能源	1400	158	-89%	2198	1677	-24%	38.0	35.3	-2.7
	淮北矿业	6919	6146	-11%	16691	15822	-5%	53.7	54.1	0.4
	开滦股份	2099	363	-83%	6892	6091	-12%	48.4	45.9	-2.5
	平煤股份	4732	6532	38%	16978	20911	23%	69.4	64.6	-4.7
	辽宁能源	937	223	-76%	4901	4765	-3%	62.3	61.4	-0.9
	潞安环能	12362	3087	-75%	17373	3647	-79%	58.0	45.7	-12.2
无烟煤	神火股份	6031	4609	-24%	21882	28728	31%	64.9	64.7	-0.2
	兰花科创	3929	1125	-71%	9212	9048	-2%	53.0	50.5	-2.5
	华阳股份	2991	3075	2%	18645	19554	5%	59.4	54.7	-4.7
焦炭	美锦能源	1567	-212	-114%	5775	5313	-8%	53.5	54.7	1.2
	安泰集团	-203	174	185%	1575	1334	-15%	50.5	55.3	4.8
	云维股份	-70	-36	48%	18	19	6%	24.2	12.9	-11.3
	山西焦化	131	-367	-381%	4411	6799	54%	37.1	39.6	2.5
	云煤能源	325	-212	-165%	1085	2322	114%	56.3	67.9	11.6
	宝泰隆	65	353	444%	1764	1757	0%	37.2	38.9	1.7
	陕西黑猫	-60	843	1514%	4488	4414	-2%	46.1	52.0	5.9
	金能科技	1412	18	-99%	1972	5052	156%	41.4	50.0	8.6
	<b>合计/平均</b>	<b>186835</b>	<b>141736</b>	<b>-24%</b>	<b>517186</b>	<b>485022</b>	<b>-6%</b>	<b>52.6</b>	<b>52.0</b>	<b>-0.6</b>
	<b>剔除神华</b>	<b>128472</b>	<b>95387</b>	<b>-26%</b>	<b>454384</b>	<b>434084</b>	<b>-4%</b>	<b>53.2</b>	<b>52.6</b>	<b>-0.6</b>

资料来源: wind、国海证券研究所

## 2.8、应收账款及存货周转天数同比增长

应收账款方面：2023年上半年35家煤炭上市公司应收账款周转天数平均为22天，同比增长1天，同比增幅9.4%；存货周转方面，存货周转天数27天，同比增长3天，同比增幅12.3%。

图 26：35 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况（单位：天）

细分板块	上市公司	应收账款周转天数			存货周转天数		
		2022H1	2023H1	同比	2022H1	2023H1	同比
动力煤	甘肃能化	31	21	-30.8%	36	50	39.5%
	电投能源	35	26	-25.1%	39	42	9.1%
	郑州煤电	111	84	-24.8%	24	20	-16.9%
	兖矿能源	13	14	7.7%	26	25	-4.2%
	安源煤业	22	33	49.9%	4	4	11.3%
	大有能源	33	39	19.3%	15	21	40.9%
	山煤国际	8	10	24.1%	21	14	-33.6%
	恒源煤电	4	6	47.9%	33	34	3.3%
	晋控煤业	21	22	3.1%	20	17	-13.1%
	中国神华	11	14	23.5%	22	23	2.8%
	昊华能源	12	2	-80.9%	13	8	-39.9%
	陕西煤业	10	6	-42.3%	13	13	-1.4%
	中煤能源	13	15	19.9%	21	26	20.1%
	新集能源	16	31	99.8%	23	18	-19.8%
炼焦煤	冀中能源	17	41	135.7%	16	23	45.3%
	山西焦煤	10	21	108.4%	40	29	-28.4%
	永泰能源	34	40	18.1%	13	18	33.3%
	盘江股份	12	13	8.3%	14	18	22.7%
	上海能源	10	13	33.6%	18	26	48.9%
	淮北矿业	9	9	-5.4%	16	21	31.6%
	开滦股份	20	16	-19.8%	22	19	-13.4%
	平煤股份	27	33	24.0%	10	9	-11.5%
	辽宁能源	38	33	-12.5%	17	13	-24.6%
	潞安环能	25	26	1.0%	14	22	57.8%
	神火股份	5	6	33.7%	36	34	-3.6%
无烟煤	兰花科创	2	3	4.2%	40	28	-31.3%
	华阳股份	23	23	-0.4%	13	16	28.7%
焦炭	美锦能源	19	26	40.1%	25	28	12.7%
	安泰集团	1	1	-5.6%	13	11	-13.3%
	云维股份	55	72	31.4%	7	20	171.5%
	山西焦化	1	2	31.7%	16	17	8.0%
	云煤能源	44	52	18.6%	32	30	-7.7%
	宝泰隆	6	7	26.5%	129	195	51.8%
	陕西黑猫	4	2	-45.6%	26	39	47.1%
	金能科技	17	24	42.6%	28	29	2.3%
	<b>平均</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>9.4%</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>12.3%</b>
	<b>剔除神华</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>9.2%</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>12.5%</b>

资料来源：wind、国海证券研究所

### 3、投资策略：基本面与政策面形成共振，看好板块投资机会

综合来看，2023年上半年煤价回落背景下，上市公司业绩均出现较为明显的下滑。但值得注意的是，行业内多数公司选择以量补价稳定盈利，同时部分公司也存在核增产能释放的现象，量增逻辑在部分公司中仍能体现。例如陕煤韩家湾煤矿（150万吨/年核增至400万吨/年）、山煤国际（河曲露天煤业、豹子沟煤业取得安全生产许可证，合计1150万吨/年产能；鑫顺煤业进入开采阶段，庄子河煤矿进入联合试运转）等。此外，在费用及负债管理上，上市公司也取得一定成效，期间费用绝对值和有息负债规模均有所下降，多方举措稳定盈利水平。

**行业基本面、政策面、资金面共振，煤炭板块配置价值凸显。**动力煤方面，本周坑口发运到港口成本继续倒挂，港口库存持续回落，截至9月8日，环渤海九港库存为2078.8万吨，周环比下降116.1万吨，回落至中等偏低位置；产地库存也在持续下降，截至9月4日，动力煤生产企业库存量为1387.3万吨，周环比下降4.6万吨。非电行业的动力煤需求进入旺季，近期国内生产及海外进口收紧明显，港口库存持续回落，港口动力煤价环比持续上涨，我们预计短期煤价偏强波动。**炼焦煤方面**，本周焦企出现亏损，短期焦企采购积极性较弱，但下游生铁产量维持在高位，宏观预期向好钢价有所提涨，提振整体产业链。考虑到竞争品动力煤价格表现偏强，且下游钢厂持续处于高位，我们预计近期国内焦煤价格平稳偏强。**近期煤炭板块表现抢眼，我们认为是基本面、政策面、资金面三方面共振的结果。**基本面体现在供应收缩超预期、市场结构性缺货、结构性需求释放、煤价表现超预期等方面，政策面体现在稳地产及稳经济预期较强，对周期品预期需求有拉动作用，资金面体现在板块机构仓位低、配置需求上升等方面。

**长期来看**，在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新装机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，对煤炭需求拉动具有决定性作用。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给能力的约束依然没变。当前市场煤价表现超市场预期，建议积极布局煤炭板块，维持行业“推荐”评级。**动力煤股建议关注：**中国神华（长协煤占比高，业绩稳健高分红）；陕西煤业（资源禀赋优异，业绩稳健高分红）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）。**冶金煤建议关注：**潞安环能（市场煤占比高，业绩弹性大）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债）。**煤炭+电解铝建议关注：**神火股份（煤电一体化，电解铝弹性标的）。**无烟煤建议关注：**华阳股份（布局钠离子电池，新老能源共振）；兰花科创（资源禀赋优异，优质无烟煤标的）。

**重点关注公司及盈利预测**

重点公司 代码	股票 名称	2023/09/08		EPS			PE			投资 评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
601088.SH	中国神华	29.44	3.50	3.17	3.31	8.4	9.3	8.9	买入	
601225.SH	陕西煤业	18.15	3.62	2.44	2.48	5.0	7.4	7.3	买入	
600188.SH	兖矿能源	19.24	6.30	2.70	2.84	3.1	7.1	6.8	买入	
601898.SH	中煤能源	8.44	1.38	1.52	1.69	6.1	5.6	5.0	买入	
600546.SH	山煤国际	18.75	3.52	2.80	2.87	5.3	6.7	6.5	买入	
600256.SH	广汇能源	7.02	1.73	1.16	1.59	4.1	6.0	4.4	买入	
601699.SH	潞安环能	18.22	4.74	3.21	3.39	3.8	5.7	5.4	买入	
000983.SZ	山西焦煤	9.40	2.09	1.47	1.53	4.5	6.4	6.1	买入	
600348.SH	华阳股份	8.12	2.92	1.43	1.57	2.8	5.7	5.2	买入	
000933.SZ	神火股份	16.73	3.39	2.82	3.06	4.9	5.9	5.5	买入	
600985.SH	淮北矿业	12.48	2.83	2.46	2.54	4.4	5.1	4.9	买入	
601666.SH	平煤股份	9.69	2.47	1.64	1.78	3.9	5.9	5.4	买入	
600123.SH	兰花科创	9.07	2.82	1.71	1.89	3.2	5.3	4.8	买入	
601918.SH	新集能源	4.89	0.80	0.88	0.93	6.1	5.6	5.3	买入	
601001.SH	晋控煤业	10.89	1.82	1.59	1.64	6.0	6.9	6.6	买入	

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 4、风险提示

- 1) 经济增速不及预期风险。**房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险,进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费,影响煤炭产销量和价格。
- 2) 政策调控力度超预期的风险。**供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素,但为了保供应稳价格,可能存在调控力度超预期风险。
- 3) 可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大,若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展,虽然目前还没有形成较大的规模,但长期的替代需求影响将持续存在,目前还处在量变阶段。
- 4) 煤炭进口影响风险。**随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变,国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响,从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- 5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险。**
- 6) 煤炭价格波动风险。**煤炭板块的盈利主要是由煤炭产销量、煤价、成本费用等决定,尤其是煤价,如果煤价变化较大,可能造成板块盈利波动较大。

## 【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，6年行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

## 【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。