

## 煤炭开采

2024年05月05日

## 煤价回调是向合理可持续高盈利转型，煤炭仍可期

——2023年报及2024一季报综述

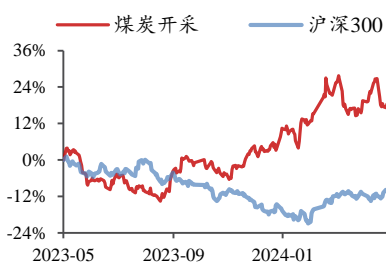
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《动力煤价下行但有支撑，仍看好煤炭核心资产价值——行业周报》

-2024.3.17

《关注开工及双碳政策，重视煤炭核心资产价值——行业周报》

-2024.3.10

《供给偏紧预期持续，重视煤炭核心资产价值——行业周报》-2024.3.3

### ● 2023年煤炭价格先抑后扬，煤价中枢整体下移

2023年动力煤&炼焦煤价格呈现先抑后扬的走势，全年秦港动力煤山西产Q5500均价为965元/吨，同比-24%，其中2023Q1动力煤价达到最高水平(Q1均价1129元/吨，环比-21%)；2023年京唐港主焦煤(山西产)均价为2283元/吨，同比-19.6%，其中2023Q4主焦煤价达到全年高水平(Q4均价2562元/吨，环比+20.5%)。

### ● 2023年上市煤企产销量稳步增长，吨煤售价回落拖累公司盈利

2023年煤炭上市公司在安全生产前提下继续加大煤炭开采力度，保障国内煤炭供应稳定，27家上市煤企全年合计煤炭产量12.4亿吨，同比+4%，煤炭销量15.8亿吨，同比+4.9%。但由于2023年煤价中枢下移，导致煤企业绩同比回落，2023年27家上市煤企煤炭平均销售价格为659元/吨，同比-14.9%，吨煤毛利256元/吨，同比-23.8%，受此影响，2023年27家煤炭上市公司实现营业收入13701亿元，同比-9.9%，实现归母净利润1854亿元，同比-23.7%。

### ● 2024Q1煤炭价格同比延续回落，上市煤企业绩短期承压

2024Q1秦皇岛港山西产Q5500平仓均价为902元/吨，同比-20.1%，环比-5.8%；2024Q1京唐港主焦煤(山西产)均价为2412元/吨，同比-4.1%，环比-5.9%。27家煤炭上市公司2024Q1合计实现营业收入3272亿元，同比-11.7%；合计实现归母净利润422亿元，同比-33.7%，煤价延续同比回落致煤企业绩短期承压。

### ● 高股息与周期弹性兼备，煤炭核心价值资产有望再起

2024年煤价在经历了一季度中枢下移后，4月以来逐渐企稳反弹，其中秦港5500Q动力煤平仓价在2024年4月12日跌至801元/吨底部后开始反弹，虽然4月22日-4月24日期间价格有所调整，但当前又重新回归反弹向上通道，截至2024年4月29日，秦港5500Q动力煤平仓价反弹至827元/吨，较4月12日累计上涨3.2%；京唐港主焦煤现货价于4月12日跌至1890元/吨阶段性底部后迎来持续反弹，截至2024年4月29日，京唐港主焦煤现货价为2170元/吨，较4月12日累计涨幅已达14.8%。动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将以稳为主，未来价格很难大涨大跌且将在箱体区间内震荡；炼焦煤属于市场化煤，近期铁水日均产量连续四周环比上涨、独立焦化厂和钢厂的炼焦煤库存底部反弹、钢铁库存大幅去库，说明生产需求和主动补库需求均在提升，且下游钢铁需求也在好转，炼焦煤价格具备向上弹性。未来煤炭股高股息投资逻辑仍是主线，根据我们2024年1月22日发布的《股息率敏感性分析，再论高股息煤炭股投资价值》，即使动力煤价回落至800元/吨，多数煤炭公司仍有很高的股息率。煤炭股周期弹性投资逻辑亦有望重现，当前无论动力煤和炼焦煤价格均已触底反弹，判断仍将处于上行通道，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，且空间涨幅均较大，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。多维度精选煤炭个股将获得超额收益：一是炼焦煤弹性标的，推荐【平煤股份、潞安环能、淮北矿业、山西焦煤】，周期品属性且受益价格底部反弹；二是动力煤弹性标的，推荐【兖矿能源、晋控煤业、广汇能源】，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】、受益标的【陕西煤业】，年度长协占比多，股息率稳定且持续；四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【新集能源】，未来对煤炭价格脱敏实现更高的业绩稳定性，资本开支结束后有望获得高股息。

● 风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

## 目 录

1、 2023 年综述：煤价中枢下移，煤企业绩同比回落.....	4
1.1、 2023 年动力煤及炼焦煤价格先抑后扬.....	4
1.2、 煤价下滑致业绩走弱，2023 年上市煤企归母净利润同比回落.....	5
1.3、 煤炭供应总体稳定，2023 年上市煤企煤炭产销量同比提升.....	10
1.4、 上市煤企吨煤售价同比回落，吨煤毛利有所下降.....	11
1.5、 上市煤企期间费用率提升，管理费用贡献主要涨幅.....	12
1.6、 2023 年上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比回落，盈利整体承压.....	13
1.7、 2023 年上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加.....	14
1.8、 资产负债率同比小幅回落，经营现金流与偿债能力有所下降.....	14
2、 2024Q1 综述：煤价弱势运行，煤企业绩同比回落.....	16
2.1、 2024Q1 煤价同比延续回落，同比、环比均有不同程度下跌.....	16
2.2、 2024Q1 煤炭量缩价跌，上市煤企业绩同比回落.....	17
3、 投资策略：高股息与周期弹性兼备，煤炭核心资产有望再起.....	18
4、 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1： 2023 年秦港动力煤均价同比下跌 24%.....	4
图 2： 2023Q1 秦港动力煤均价全年最高.....	4
图 3： 2023 年京唐港主焦煤价同比下跌 19.6%.....	4
图 4： 2023Q4 京唐港主焦煤均价全年最高.....	4
图 5： 2023 年 27 家上市煤企营收同比下滑.....	8
图 6： 2023 年 27 家上市煤企净利润同比下滑.....	8
图 7： 2023 年 27 家上市煤企归母净利润同比下滑.....	8
图 8： 2023 年 27 家上市煤企扣非后归母净利润同比下滑.....	8
图 9： 2023 年 26 家上市煤企（剔除神华）营收同比下滑.....	8
图 10： 2023 年 26 家上市煤企（剔除神华）净利润同比下滑.....	8
图 11： 2023 年 26 家上市煤企（剔除神华）归母净利润同比下滑.....	9
图 12： 2023 年 26 家上市煤企（剔除神华）扣非后归母净利润同比下滑.....	9
图 13： 2024Q1 秦港动力煤价格整体回落.....	16
图 14： 2024Q1 京唐港主焦煤价格整体回落.....	16
图 15： 2024Q1 秦港动力煤价格 902 元/吨，同比下跌 20.1%.....	16
图 16： 2024Q1 京唐港主焦煤价格 2412 元/吨，同比下跌 4.1%.....	16
图 17： 2024Q1 晋陕蒙煤矿开工率同比-2.4pct.....	18
图 18： 2024Q1 山西煤矿开工率同比-3.8pct.....	18
图 19： 2024Q1 内蒙古煤矿开工率同比-3pct.....	18
图 20： 2024Q1 陕西煤矿开工率同比+0.9pct.....	18
表 1： 2023 年 27 家上市公司业绩同比回落（单位：百万元）.....	5
表 2： 2023 年 27 家上市煤企扣非后归母净利润同比-20.9%（单位：百万元）.....	6
表 3： 2023Q4 单季 27 家上市煤企业绩环比回落（百万元）.....	7
表 4： 2023 年 27 家上市公司煤炭产销量同比增加（单位：万吨）.....	10
表 5： 2023 年 27 家上市公司吨煤毛利同比下降 24.8%（单位：元/吨、pct）.....	11

表 6: 2023 年 27 家上市煤企期间费用率同比上升.....	12
表 7: 2023 年 27 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降 (单位: pct) .....	13
表 8: 2023 年 27 家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比增加 .....	14
表 9: 2023 年 27 家上市煤企资产负债率小幅下滑, 经营性现金流和偿债能力有所减弱 (单位: 百万元) .....	15
表 10: 2024Q1 单季度 27 家上市煤企业绩同比回落 (单位: 百万元) .....	17
表 11: 主要煤炭上市公司盈利预测与估值.....	20

## 1、2023 年综述：煤价中枢下移，煤企业绩同比回落

### 1.1、2023 年动力煤及炼焦煤价格先抑后扬

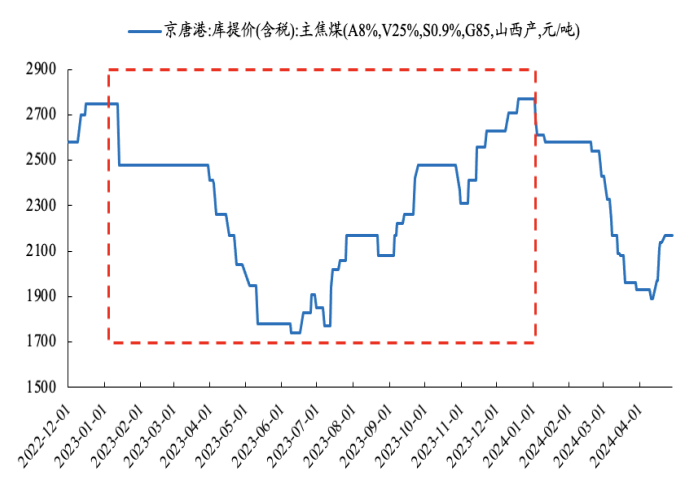
2023 年国内原煤产量 47.1 亿吨，同比+3.4%，国内煤炭进口量 4.74 亿吨，同比+61.8%，国内煤炭消费量同比+5.6%，在国内供给释放和煤炭进口量大幅增长的情况下，2023 年国内煤价中枢整体下移。2023 年初的“2·22 阿拉善左旗露天煤矿坍塌事故”虽然对部分地区的生产节奏及供给预期造成冲击，但受上半年需求走弱影响，叠加煤炭进口零关税政策延长至 2023 年末，进口煤炭量大幅增长，煤价整体处于下行通道。随着迎峰度夏旺季来临以及下半年化工、冶金等非电用煤景气逐渐回升，且煤炭主产地安监趋严持续对煤炭供给形成扰动，下半年煤炭价格中枢有所回升。总体来看，2023 年动力煤&炼焦煤价格都呈现先抑后扬的走势。分煤种来看，2023 年秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 965 元/吨，同比-24%，其中一季度动力煤价格达到最高水平，Q1 均价 1129 元/吨，环比-21%；2023 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 2283 元/吨，同比-19.6%，其中四季度主焦煤价格达到全年高水平，Q4 均价 2562 元/吨，环比+20.5%。

图1：2023 年秦港动力煤均价同比下跌 24%



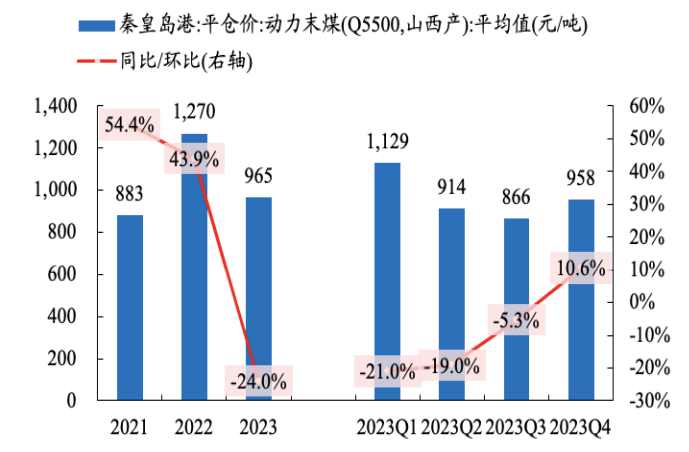
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年京唐港主焦煤价同比下跌 19.6%



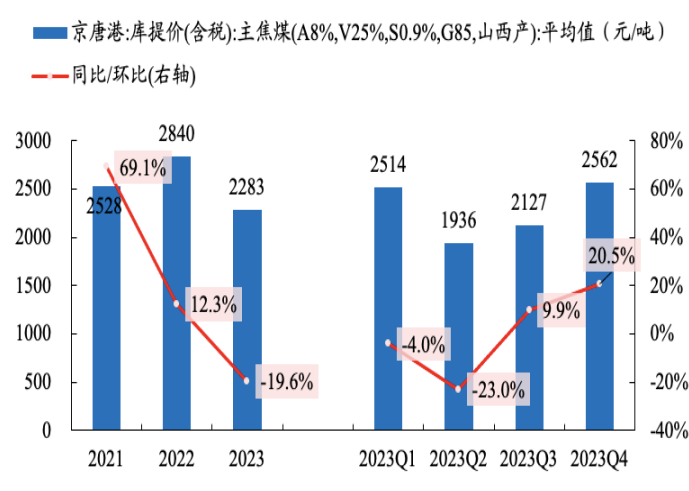
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1 秦港动力煤均价全年最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 京唐港主焦煤均价全年最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、煤价下滑致业绩走弱，2023 年上市煤企归母净利同比回落

煤价下滑致上市煤企业绩走弱。27 家煤炭上市公司（不包括进行重大资产重组的甘肃能化，不包括山西焦化、美锦能源等焦化企业），2023 年合计实现营业收入 13701 亿元，同比-9.9%；合计实现净利润 2342 亿元，同比-22.8%；合计实现归母净利润 1854 亿元，同比-23.7%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，26 家煤炭上市公司 2023 年合计实现营业收入 10270 亿元，同比-12.6%；净利润 1646 亿元，同比-25.8%；合计实现归母净利润 1257 亿元，同比-27.5%。

表1：2023 年 27 家上市公司业绩同比回落（单位：百万元）

公司 名称	营业收入			净利润			归母净利润		
	2022	2023	同比	2022	2023	同比	2022	2023	同比
神火股份	42,704	37,625	-11.9%	8,576	6,728	-21.5%	7,571	5,905	-22.0%
冀中能源	36,036	24,330	-32.5%	5,221	5,627	7.8%	4,458	4,944	10.9%
山西焦煤	65,183	55,523	-14.8%	13,234	8,431	-36.3%	10,722	6,771	-36.8%
电投能源	26,793	26,846	0.2%	4,706	5,021	6.7%	3,987	4,560	14.4%
郑州煤电	4,423	4,323	-2.3%	318	218	-31.4%	68	32	-53.0%
兰花科创	14,156	13,284	-6.2%	3,296	2,307	-30.0%	3,224	2,098	-34.9%
永泰能源	35,556	30,120	-15.3%	1,629	2,505	53.7%	1,909	2,266	18.7%
兖矿能源	200,829	150,025	-25.3%	39,438	27,151	-31.2%	30,774	20,140	-34.6%
华阳股份	35,042	28,518	-18.6%	7,965	6,050	-24.0%	7,026	5,179	-26.3%
盘江股份	11,843	9,403	-20.6%	2,240	747	-66.6%	2,194	732	-66.6%
安源煤业	8,916	6,871	-22.9%	-71	-115	-	-77	-114	-
大有能源	8,589	5,814	-32.3%	1,844	-399	-121.6%	1,555	-481	-130.9%
上海能源	12,634	10,978	-13.1%	1,722	978	-43.2%	1,740	969	-44.3%
山煤国际	46,391	37,371	-19.4%	10,995	6,800	-38.2%	6,981	4,260	-39.0%
恒源煤电	8,386	7,786	-7.2%	2,506	2,031	-19.0%	2,513	2,036	-19.0%
开滦股份	26,004	22,841	-12.2%	1,539	757	-50.8%	1,851	1,090	-41.1%
晋控煤业	16,082	15,342	-4.6%	4,410	4,504	2.1%	3,044	3,301	8.4%
中国神华	344,533	343,074	-0.4%	81,655	69,598	-14.8%	69,626	59,694	-14.3%
昊华能源	9,287	8,437	-9.1%	2,176	1,711	-21.4%	1,344	1,040	-22.6%
陕西煤业	166,848	170,872	2.4%	53,089	35,887	-32.4%	35,123	21,239	-39.5%
平煤股份	36,044	31,561	-12.4%	6,181	4,250	-31.2%	5,725	4,003	-30.1%
潞安环能	54,297	43,137	-20.6%	15,644	9,275	-40.7%	14,168	7,922	-44.1%
中煤能源	220,577	192,969	-12.5%	25,378	25,749	1.5%	18,241	19,534	7.1%
新大洲 A	1,317	1,224	-7.0%	114	-6	-105.1%	-38	-109	-
辽宁能源	6,619	5,596	-15.5%	193	23	-88.0%	195	24	-87.7%
淮北矿业	69,062	73,387	6.3%	7,139	5,950	-16.6%	7,010	6,225	-11.2%
新集能源	12,003	12,845	7.0%	2,335	2,405	3.0%	2,064	2,109	2.2%
<b>合计</b>	<b>1,520,153</b>	<b>1,370,102</b>	<b>-9.9%</b>	<b>303,474</b>	<b>234,183</b>	<b>-22.8%</b>	<b>242,996</b>	<b>185,368</b>	<b>-23.7%</b>
<b>合计（剔除神华）</b>	<b>1,175,620</b>	<b>1,027,028</b>	<b>-12.6%</b>	<b>221,819</b>	<b>164,585</b>	<b>-25.8%</b>	<b>173,370</b>	<b>125,674</b>	<b>-27.5%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所



**2023 年上市煤企扣非后归母净利同比减少 20.9%**。27 家上市煤企 2023 年实现扣非后归母净利润 1873 亿元，同比-20.9%；全年非经常性损益-19.3 亿元，同比减少 81.9 亿元。其中，2023 年冀中能源非经常性损益增加至 18.7 亿元，主要由于 2023 年冀中能源完成金牛化工的股权转让、公开转让邢北煤业全部资产和负债、挂牌转让乾新煤业 72% 股权所致；2023 年兖矿能源非经常性损益为 15.5 亿元，主要为报告期内收购的鲁西矿业和新疆能化产生的期初至合并日的当期净损益所致；2023 年中国神华非经常性损益为-31.7 亿元，主要系煤炭资源领域专项整治、对外捐赠等支出增加所致；2022 年陕西煤业非经常性损益高达 57 亿元，主要为二级市场投资产生的收益，2023 年陕西煤业非经常性损益-34.4 亿元，主要为二级市场投资产生的亏损。

**表2：2023 年 27 家上市煤企扣非后归母净利同比-20.9%（单位：百万元）**

公司 名称	扣非后归母净利润			非经常性损益		
	2022	2023	同比	2022	2023	同比
神火股份	7,771	5,820	-25.1%	-199.4	85.3	-
冀中能源	4,395	3,078	-30.0%	62.6	1,866.7	2880.0%
山西焦煤	9,335	6,817	-27.0%	1,387.2	-45.9	-103.3%
电投能源	3,860	4,338	12.4%	126.4	221.8	75.4%
郑州煤电	69	18	-73.5%	-0.9	13.7	-
兰花科创	3,527	2,123	-39.8%	-303.6	-25.2	-
永泰能源	1,665	2,359	41.7%	244.6	-93.6	-138.3%
兖矿能源	30,466	18,591	-39.0%	308.0	1,548.6	402.8%
华阳股份	7,364	5,083	-31.0%	-338.2	96.0	-
盘江股份	2,134	617	-71.1%	60.5	115.0	90.1%
安源煤业	-90	-118	-	13.6	4.6	-66.2%
大有能源	1,496	-622	-141.5%	59.3	140.6	137.2%
上海能源	1,477	958	-35.1%	262.7	11.2	-95.7%
山煤国际	7,188	4,409	-38.7%	-207.4	-149.1	-
恒源煤电	2,522	1,990	-21.1%	-9.3	45.9	-
开滦股份	1,700	1,075	-36.8%	151.3	15.9	-89.5%
晋控煤业	2,976	3,156	6.1%	68.2	145.2	112.8%
中国神华	70,337	62,868	-10.6%	-711.0	-3,174.0	-
昊华能源	1,705	1,024	-40.0%	-361.6	16.2	-
陕西煤业	29,411	24,680	-16.1%	5,712.3	-3,441.1	-160.2%
平煤股份	5,745	3,977	-30.8%	-20.3	25.5	-
潞安环能	14,366	7,889	-45.1%	-197.4	32.3	-
中煤能源	18,112	19,364	6.9%	128.2	170.4	32.9%
新大洲 A	-29	-97	-	-8.8	-12.2	-
辽宁能源	195	-41	-121.0%	-0.1	64.9	-
淮北矿业	6,971	5,891	-15.5%	39.0	333.4	754.6%
新集能源	2,072	2,053	-0.9%	-7.4	55.9	-
<b>合计</b>	<b>236,738</b>	<b>187,300</b>	<b>-20.9%</b>	<b>6,258.4</b>	<b>-1,932</b>	<b>-130.9%</b>
<b>合计（剔除中国神华）</b>	<b>166,401</b>	<b>124,432</b>	<b>-25.2%</b>	<b>6,969.4</b>	<b>1,242</b>	<b>-82.2%</b>

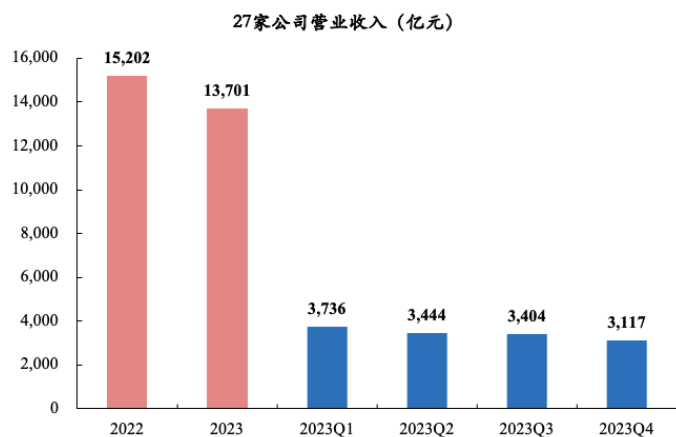
数据来源：Wind、开源证券研究所

**2023Q4 单季上市煤企业绩环比下滑。**27 家上市煤企 2023Q4 单季合计实现营业收入 3117 亿元，环比-8.4%；归母净利润 344 亿元，环比-21.2%；扣非后归母净利润 378 亿元，环比-11.5%。剔除中国神华后，26 家上市煤企 2023Q4 单季合计实现营业收入 2211 亿元，环比-14.1%；归母净利润 230 亿元，环比-19.9%；扣非后归母净利润 227 亿元，环比-18.5%。Q4 单季业绩下滑，整体由安监趋严后扰动煤企生产节奏、煤价走势疲弱，以及多家煤企惯例 Q4 进行大额资产减值计提所致。

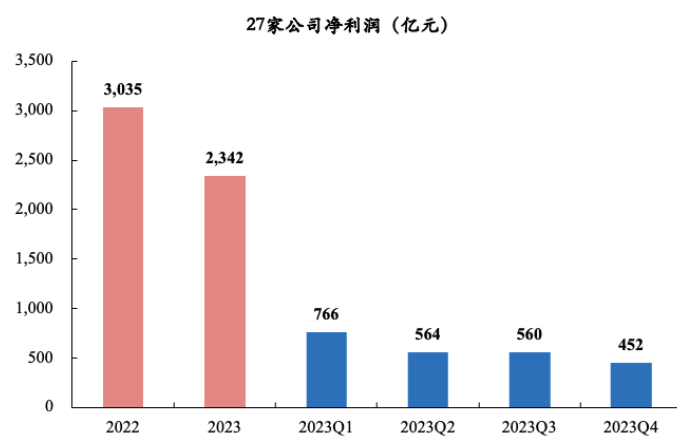
**表3：2023Q4 单季 27 家上市煤企业绩环比回落（百万元）**

公司 名称	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2023Q3	2023Q4	环比	2022Q3	2022Q4	环比	2022Q3	2022Q4	环比
神火股份	9,520	8,996	-5.5%	1,363	1,803	32.2%	1,306	1,772	35.7%
冀中能源	5,604	3,974	-29.1%	549	1,028	87.3%	544	659	21.0%
山西焦煤	13,137	14,826	12.9%	1,121	1,133	1.1%	1,125	1,145	1.8%
电投能源	6,521	7,115	9.1%	1,002	975	-2.7%	958	853	-10.9%
郑州煤电	939	1,193	27.0%	-145	130	-	-140	125	-
兰花科创	3,135	3,680	17.4%	437	299	-31.5%	439	347	-21.1%
永泰能源	7,997	8,141	1.8%	611	642	5.0%	613	742	21.1%
兖矿能源	50,636	14,987	-70.4%	5,315	4,614	-13.2%	4,200	4,342	3.4%
华阳股份	6,239	6,867	10.1%	1,260	908	-27.9%	1,245	846	-32.1%
盘江股份	2,322	1,784	-23.1%	154	-40	-126.3%	142	-81	-157.6%
安源煤业	1,642	1,968	19.9%	-43	-124	-	-42	-127	-
大有能源	1,412	869	-38.4%	-22	-680	-	-282	-559	-
上海能源	2,631	2,480	-5.8%	149	-359	-341.3%	144	-361	-351.0%
山煤国际	8,223	8,472	3.0%	924	278	-69.9%	945	351	-62.9%
恒源煤电	1,729	1,819	5.2%	516	403	-21.9%	511	369	-27.7%
开滦股份	5,098	5,802	13.8%	206	100	-51.3%	204	98	-51.8%
晋控煤业	3,803	4,087	7.5%	779	1,136	45.9%	778	1,035	33.0%
中国神华	83,025	90,607	9.1%	14,990	11,425	-23.78%	14,841	15,057	1.46%
昊华能源	1,972	2,317	17.5%	303	29	-90.3%	311	53	-83.1%
陕西煤业	36,771	43,440	18.1%	4,601	5,059	10.0%	5,364	5,684	6.0%
平煤股份	7,127	8,465	18.8%	904	865	-4.3%	907	950	4.7%
潞安环能	11,130	10,124	-9.0%	1,974	652	-67.0%	1,974	647	-67.2%
中煤能源	46,852	36,760	-21.5%	4,853	2,846	-41.4%	4,818	2,795	-42.0%
新大洲 A	180	405	125.4%	-37	-48	-	-35	-44	-
辽宁能源	1,047	1,546	47.7%	-192	-39	-	-212	-74	-
淮北矿业	18,238	17,849	-2.1%	1,470	1,166	-20.7%	1,448	1,004	-30.7%
新集能源	3,431	3,153	-8.1%	613	189	-69.2%	610	157	-74.3%
<b>合计</b>	<b>340,360</b>	<b>311,726</b>	<b>-8.4%</b>	<b>43,654</b>	<b>34,391</b>	<b>-21.2%</b>	<b>42,717</b>	<b>37,785</b>	<b>-11.5%</b>
<b>合计（剔除神华）</b>	<b>257,335</b>	<b>221,119</b>	<b>-14.1%</b>	<b>28,664</b>	<b>22,966</b>	<b>-19.9%</b>	<b>27,876</b>	<b>22,728</b>	<b>-18.5%</b>

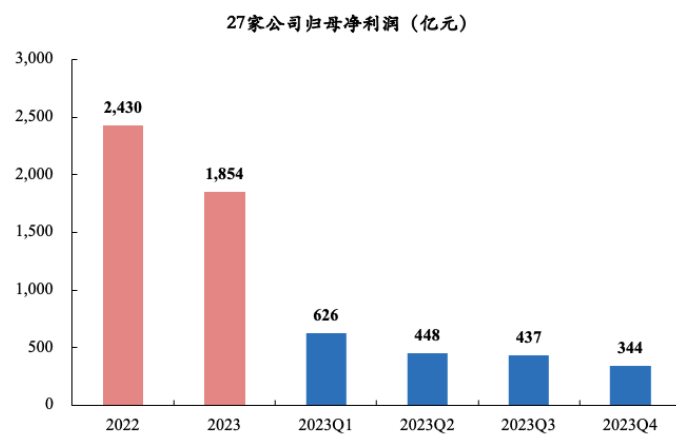
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2023年27家上市煤企营收同比下滑**


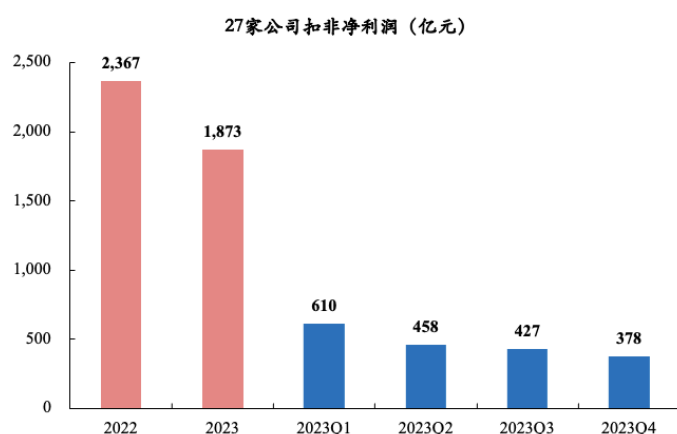
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2023年27家上市煤企净利润同比下滑**


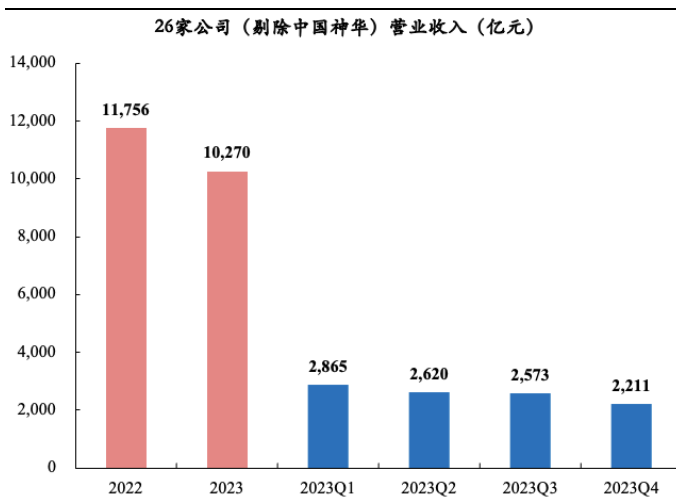
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：2023年27家上市煤企归母净利润同比下滑**


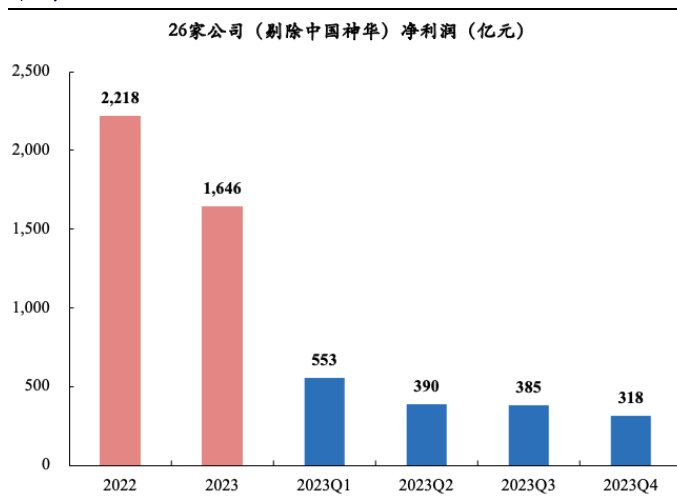
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2023年27家上市煤企扣非后归母净利润同比下滑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：2023年26家上市煤企（剔除神华）营收同比下滑**


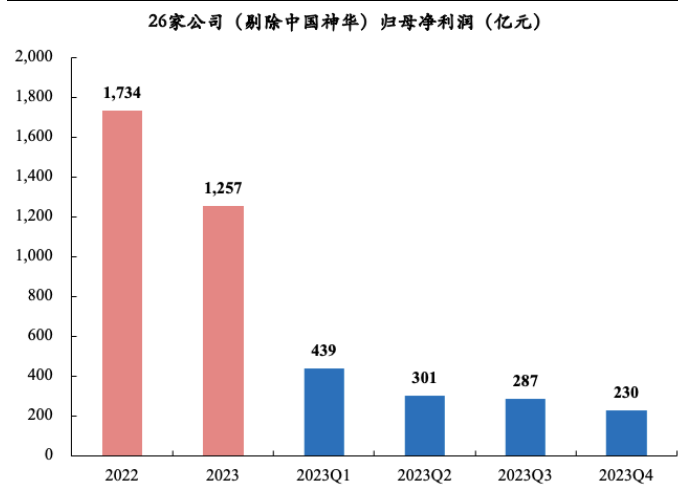
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2023年26家上市煤企（剔除神华）净利润同比下滑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

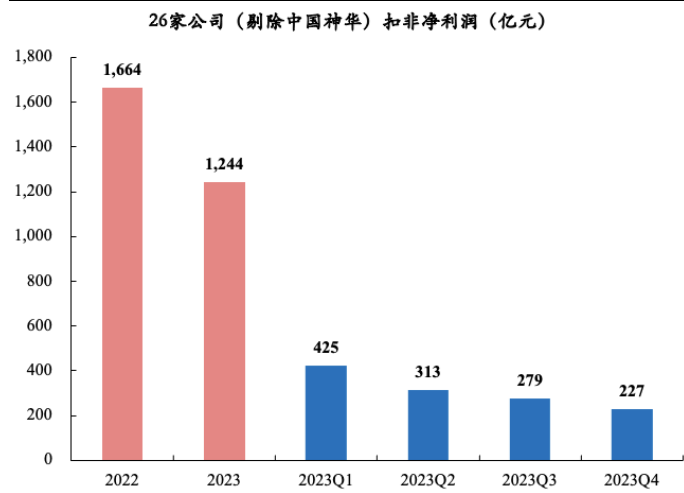


图11: 2023 年 26 家上市煤企 (剔除神华) 归母净利润同比下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2023 年 26 家上市煤企 (剔除神华) 扣非后归母净利润同比下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、煤炭供应总体稳定，2023 年上市煤企煤炭产销量同比提升

2023 年上市煤企煤炭产销量同比提升。近年来国内煤炭消费量仍保持快速增长，2023 年国内煤炭消费量增速达 5.6%，整体来看国内煤炭供需仍处于紧平衡状态。2023 年煤炭上市公司在安全生产前提下继续加大煤炭开采力度，保障国内煤炭供应稳定。从 27 家上市煤企来看，2023 年合计煤炭产量为 12.4 亿吨，同比+4%；煤炭销量为 15.8 亿吨，同比+4.9%。剔除中国神华，26 家上市煤企 2023 年煤炭产量为 9.2 亿吨，同比+4.1%；煤炭销量为 11.3 亿吨，同比+3.8%。

表4：2023 年 27 家上市公司煤炭产销量同比增加（单位：万吨）

公司 名称	产量			销量		
	2022	2023	同比	2022	2023	同比
神火股份	681	717	5.2%	675	725	7.4%
冀中能源	2,637	2,741	4.0%	2,892	2,604	-10.0%
山西焦煤	4,385	4,608	5.1%	3,217	3,200	-0.5%
电投能源	4,600	4,655	1.2%	4,600	4,647	1.0%
郑州煤电	599	661	10.3%	621	663	6.8%
兰花科创	1,146	1,380	20.5%	1,163	1,299	11.7%
永泰能源	1,440	1,626	12.9%	1,440	1,627	13.0%
兖矿能源	13,131	13,211	0.6%	13,544	12,702	-6.2%
华阳股份	4,523	4,591	1.5%	4,642	4,100	-11.7%
盘江股份	1,508	1,530	1.5%	1,276	1,153	-9.6%
安源煤业	127	142	12.2%	127	143	12.2%
大有能源	1,158	913	-21.1%	1,162	918	-21.1%
上海能源	595	589	-1.0%	579	605	4.5%
山煤国际	4,057	3,898	-3.9%	5,388	5,251	-2.5%
恒源煤电	703	745	6.1%	704	762	8.2%
开滦股份	523	541	3.5%	424	414	-2.4%
晋控煤业	3,280	3,469	5.7%	2,731	3,010	10.2%
中国神华	31,340	32,450	3.5%	41,780	45,000	7.7%
昊华能源	1,490	1,706	14.5%	1,489	1,705	14.5%
陕西煤业	15,728	16,372	4.1%	22,488	25,322	12.6%
平煤股份	3,062	3,094	1.0%	3,092	3,103	0.3%
潞安环能	5,690	6,046	6.3%	5,294	5,498	3.9%
中煤能源	11,917	13,422	12.6%	26,295	28,494	8.4%
新大洲 A	273	295	8.2%	260	274	5.3%
辽宁能源	630	550	-12.7%	637	540	-15.2%
淮北矿业	2,290	2,197	-4.1%	1,882	1,783	-5.3%
新集能源	1,842	1,937	5.2%	1,811	1,969	8.7%
<b>合计</b>	<b>119,354</b>	<b>124,089</b>	<b>4.0%</b>	<b>150,214</b>	<b>157,510</b>	<b>4.9%</b>
<b>合计（剔除中国神华）</b>	<b>88,014</b>	<b>91,639</b>	<b>4.1%</b>	<b>108,434</b>	<b>112,510</b>	<b>3.8%</b>

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

### 1.4、上市煤企吨煤售价同比回落，吨煤毛利有所下降

吨煤售价回落致吨煤毛利下降。2023年27家上市煤企煤炭平均销售价格（不含税，包含贸易煤，下同）为659元/吨，同比-14.9%；27家上市煤企煤炭平均销售成本为403元/吨，同比-8.1%；吨煤毛利256元/吨，同比-23.8%；毛利率为39%，同比-4.5pct。剔除中国神华后，26家上市煤企煤炭平均销售价格（不含税，包含贸易煤，下同）为679元/吨，同比-16.8%；26家上市煤企煤炭平均销售成本为399元/吨，同比-10%；吨煤毛利280元/吨，同比-24.8%；毛利率为41%，同比-4.4pct。

表5：2023年27家上市公司吨煤毛利同比下降24.8%（单位：元/吨、pct）

公司名称	吨煤价格（不含税）		吨煤成本		吨煤毛利		毛利率	
	2023	同比	2023	同比	2023	同比	2023	同比
神火股份	1105	-24.5%	636	-7.9%	469	-39.4%	42%	-10.4
冀中能源	743	-26.8%	410	-36.0%	334	-11.2%	45%	7.9
山西焦煤	1107	-14.2%	452	6.4%	655	-24.3%	59%	-7.9
电投能源	196	2.5%	89	-3.9%	107	8.5%	54%	3.0
郑州煤电	575	-11.1%	388	-4.3%	187	-22.7%	32%	-4.9
兰花科创	739	-14.5%	385	27.1%	354	-37.0%	48%	-17.1
永泰能源	763	-19.7%	383	2.7%	380	-34.2%	50%	-11.0
兖矿能源	803	-25.6%	388	-10.9%	415	-35.5%	52%	-8.0
华阳股份	606	-14.6%	296	-18.9%	310	-10.1%	51%	2.6
盘江股份	788	-13.0%	569	4.8%	219	-39.8%	28%	-12.3
安源煤业	929	-9.2%	809	-4.3%	119	-32.9%	13%	-4.5
大有能源	570	-16.9%	462	26.6%	108	-66.4%	19%	-27.9
上海能源	1167	-23.2%	760	2.2%	407	-47.5%	35%	-16.1
山煤国际	906	6.4%	422	-9.5%	485	25.8%	53%	8.2
恒源煤电	992	-14.2%	529	-7.0%	463	-21.2%	47%	-4.1
开滦股份	1517	-14.0%	764	-7.1%	753	-20.0%	50%	-3.7
晋控煤业	496	-13.7%	244	-13.0%	252	-14.3%	51%	-0.4
中国神华	607	-8.6%	413	-3.0%	195	-18.4%	32%	-3.9
昊华能源	449	-22.0%	187	-18.8%	262	-24.1%	58%	-1.7
陕西煤业	652	-9.9%	405	1.7%	247	-24.0%	38%	-7.1
平煤股份	993	-12.4%	677	-8.2%	316	-20.1%	32%	-3.1
潞安环能	728	-21.8%	348	-3.3%	380	-33.5%	52%	-9.2
中煤能源	571	-21.4%	429	-20.9%	142	-22.8%	25%	-0.4
新大洲A	381	-8.9%	184	-9.6%	197	-8.2%	52%	0.4
辽宁能源	722	-5.6%	504	9.7%	218	-28.6%	30%	-9.7
淮北矿业	1160	0.0%	592	0.8%	567	-0.8%	49%	-0.4
新集能源	446	3.4%	235	15.5%	212	-7.4%	47%	-5.5
<b>平均价格</b>	<b>659</b>	<b>-14.9%</b>	<b>403</b>	<b>-8.1%</b>	<b>256</b>	<b>-23.8%</b>	<b>39%</b>	<b>-4.5</b>
<b>平均价格（剔除中国神华）</b>	<b>679</b>	<b>-16.8%</b>	<b>399</b>	<b>-10.0%</b>	<b>280</b>	<b>-24.8%</b>	<b>41%</b>	<b>-4.4</b>

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

### 1.5、上市煤企期间费用率提升，管理费用贡献主要涨幅

从绝对值来看，2023年27家上市煤企期间费用为876亿元，同比-3.5%，其中销售费用108亿元，同比-10.4%；管理费用610亿元，同比+5.1%；财务费用159亿元，同比-23.4%，其中财务费用同比大幅减少系全年利息收入同比大幅增长129%所致。从相对值来看，2023年27家上市煤企期间费用率为6.4%，同比+0.4pct，其中销售费用率0.8%，同比基本持平；管理费用率4.4%，同比+0.6pct；财务费用率1.2%，同比-0.2pct。

表6：2023年27家上市煤企期间费用率同比上升

公司 名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2023	同比(pct)	2023	同比(pct)	2023	同比(pct)	2023	同比(pct)
神火股份	4.4%	-0.4	0.9%	0.1	3.3%	1.1	0.2%	-1.6
冀中能源	13.9%	5.0	0.7%	0.2	10.8%	3.8	2.5%	1.1
山西焦煤	11.8%	2.1	0.8%	0.2	9.6%	2.2	1.4%	-0.4
电投能源	4.2%	-0.2	0.2%	0.0	3.4%	0.4	0.5%	-0.6
郑州煤电	18.7%	0.7	1.6%	0.1	13.5%	1.3	3.6%	-0.7
兰花科创	11.3%	-2.8	0.8%	-0.1	9.2%	-1.7	1.3%	-1.0
永泰能源	12.9%	2.0	0.3%	0.0	5.6%	1.9	7.0%	0.1
兖矿能源	13.5%	3.5	3.3%	0.2	7.6%	3.3	2.6%	0.1
华阳股份	9.5%	3.2	0.4%	0.1	7.7%	3.2	1.4%	0.0
盘江股份	16.2%	-0.1	0.2%	0.1	14.1%	-0.7	1.8%	0.5
安源煤业	6.7%	1.3	0.6%	0.1	3.0%	0.8	3.1%	0.4
大有能源	21.6%	6.9	2.1%	0.9	16.3%	5.4	3.3%	0.7
上海能源	7.1%	-1.9	0.3%	0.1	6.3%	-1.9	0.6%	-0.1
山煤国际	7.9%	1.5	1.5%	0.3	5.8%	1.6	0.6%	-0.4
恒源煤电	15.1%	1.8	0.8%	0.2	13.9%	1.2	0.4%	0.4
开滦股份	7.0%	0.6	1.0%	-0.1	5.4%	1.1	0.6%	-0.3
晋控煤业	8.3%	2.6	0.8%	-0.1	6.6%	3.3	0.9%	-0.6
中国神华	4.0%	-0.3	0.1%	0.0	3.7%	-0.2	0.1%	-0.1
昊华能源	14.3%	3.1	1.8%	0.3	8.3%	2.2	4.2%	0.6
陕西煤业	5.3%	0.5	0.5%	0.0	5.0%	0.4	-0.2%	0.1
平煤股份	10.5%	2.1	0.8%	0.1	5.3%	0.9	4.4%	1.2
潞安环能	12.3%	1.8	0.4%	0.0	12.0%	3.1	-0.1%	-1.4
中煤能源	5.4%	0.6	0.5%	0.1	3.3%	0.6	1.6%	-0.1
新大洲A	23.8%	3.6	2.0%	0.2	18.9%	3.1	2.9%	0.3
辽宁能源	12.0%	1.0	0.8%	0.2	7.9%	1.1	3.3%	-0.2
淮北矿业	8.7%	-1.2	0.3%	0.0	7.4%	-1.3	1.1%	0.2
新集能源	10.8%	-1.7	0.5%	0.0	6.1%	-0.5	4.2%	-1.2
<b>平均费用率</b>	<b>6.4%</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.0</b>	<b>4.4%</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2%</b>	<b>-0.2</b>
<b>平均费用率（剔除中国神华）</b>	<b>7.5%</b>	<b>0.7</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.0</b>	<b>5.0%</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5%</b>	<b>-0.2</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.6、2023 年上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比回落，盈利整体承压

2023 年上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比均有所下降。从销售毛利率来看，27 家上市煤企 2023 年加权平均值 33.9%，同比-3.1pct；从销售净利率来看，27 家上市煤企 2023 年加权平均值为 17.1%，同比-2.9pct；从 ROE 来看，27 家上市煤企 2023 年加权平均值为 16.3%，同比-10.1pct。

表7：2023 年 27 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降（单位：pct）

公司 名称	毛利率			净利率			ROE		
	2022	2023	同比	2022	2023	同比	2022	2023	同比
神火股份	31.3%	26.4%	-4.94	20.1%	17.9%	-2.20	59.6%	32.9%	-26.67
冀中能源	32.0%	36.8%	4.81	14.5%	23.1%	8.64	21.3%	22.7%	1.41
山西焦煤	42.2%	37.7%	-4.54	20.3%	15.2%	-5.12	38.6%	19.2%	-19.40
电投能源	31.4%	31.8%	0.42	17.6%	18.7%	1.14	18.2%	16.8%	-1.40
郑州煤电	35.9%	30.6%	-5.22	7.2%	5.0%	-2.14	4.2%	2.0%	-2.25
兰花科创	54.5%	41.7%	-12.83	23.3%	17.4%	-5.92	22.6%	13.1%	-9.52
永泰能源	21.5%	27.4%	5.92	4.6%	8.3%	3.73	4.4%	5.0%	0.59
兖矿能源	40.9%	40.6%	-0.30	19.6%	18.1%	-1.54	37.8%	24.1%	-13.72
华阳股份	46.4%	44.9%	-1.53	22.7%	21.2%	-1.52	29.4%	19.1%	-10.31
盘江股份	40.6%	29.2%	-11.32	18.9%	7.9%	-10.97	23.8%	6.4%	-17.41
安源煤业	5.2%	5.9%	0.64	-0.8%	-1.7%	-0.88	-12.2%	-21.7%	-9.56
大有能源	45.0%	18.5%	-26.52	21.5%	-6.9%	-28.33	20.4%	-6.6%	-26.99
上海能源	34.5%	22.6%	-11.95	13.6%	8.9%	-4.73	15.4%	7.8%	-7.54
山煤国际	44.8%	39.1%	-5.72	23.7%	18.2%	-5.51	52.0%	27.8%	-24.26
恒源煤电	50.8%	47.0%	-3.83	29.9%	26.1%	-3.80	23.1%	16.7%	-6.40
开滦股份	16.3%	14.1%	-2.14	5.9%	3.3%	-2.60	13.4%	7.7%	-5.74
晋控煤业	50.0%	50.0%	0.03	27.4%	29.4%	1.93	23.0%	21.0%	-2.03
中国神华	39.0%	35.9%	-3.13	23.7%	20.3%	-3.41	18.1%	14.9%	-3.19
昊华能源	54.7%	52.7%	-2.06	23.4%	20.3%	-3.15	13.4%	9.6%	-3.74
陕西煤业	45.0%	37.9%	-7.13	31.8%	21.0%	-10.82	37.4%	22.1%	-15.22
平煤股份	34.4%	31.5%	-2.93	17.1%	13.5%	-3.68	29.7%	16.5%	-13.17
潞安环能	55.9%	47.7%	-8.17	28.8%	21.5%	-7.31	34.0%	16.4%	-17.63
中煤能源	25.1%	25.1%	-0.06	11.5%	13.3%	1.84	14.9%	14.2%	-0.71
新大洲 A	47.1%	45.4%	-1.64	8.7%	-0.5%	-9.17	-9.7%	-29.8%	-20.06
辽宁能源	26.1%	18.5%	-7.57	2.9%	0.4%	-2.51	3.8%	0.5%	-3.30
淮北矿业	23.2%	18.9%	-4.28	10.3%	8.1%	-2.23	23.1%	17.6%	-5.50
新集能源	42.4%	39.7%	-2.74	19.5%	18.7%	-0.73	19.8%	16.9%	-2.92
<b>加权平均</b>	<b>37.1%</b>	<b>33.9%</b>	<b>-3.1</b>	<b>20.0%</b>	<b>17.1%</b>	<b>-2.9</b>	<b>26.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>-10.1</b>
<b>加权平均 (剔除中国神华)</b>	<b>36.5%</b>	<b>33.3%</b>	<b>-3.2</b>	<b>18.9%</b>	<b>16.0%</b>	<b>-2.8</b>	<b>31.3%</b>	<b>17.1%</b>	<b>-14.3</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所



### 1.7、2023 年上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加

2023 年上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加。应收账款方面，2023 年 27 家上市煤企应收账款周转天数平均为 21.9 天，同比+11.7%；平均存货周转天数 19.9 天，同比+0.4%，2023 年煤炭上市企业资金周转效率较 2022 年略有下降。

表8：2023 年 27 家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比增加

公司 名称	应收账款周转天数（天）			存货周转天数（天）		
	2022	2023	同比	2022	2023	同比
神火股份	4.5	6.8	50.4%	36.1	40.0	10.9%
冀中能源	22.4	43.0	92.2%	16.0	27.4	72.0%
山西焦煤	14.4	18.5	28.6%	28.0	21.1	-24.4%
电投能源	29.4	22.9	-22.2%	36.3	39.7	9.2%
郑州煤电	97.0	83.6	-13.8%	25.6	17.3	-32.3%
兰花科创	2.4	3.6	47.8%	29.8	23.1	-22.5%
永泰能源	29.1	37.4	28.5%	13.0	16.5	27.7%
兖矿能源	11.4	16.2	41.9%	26.4	33.7	27.9%
华阳股份	21.5	24.1	11.9%	14.1	18.2	29.1%
盘江股份	10.4	14.1	35.7%	16.8	16.8	0.1%
安源煤业	23.4	39.2	67.8%	3.1	3.5	16.1%
大有能源	33.4	49.1	47.1%	14.2	14.5	1.5%
上海能源	9.3	10.6	14.1%	15.9	15.7	-1.3%
山煤国际	8.7	8.7	0.3%	18.0	12.0	-33.2%
恒源煤电	5.0	4.8	-3.9%	42.4	36.1	-14.7%
开滦股份	19.6	19.5	-0.6%	20.5	20.4	-0.4%
晋控煤业	25.5	19.3	-24.3%	15.4	15.8	2.8%
中国神华	11.1	12.0	8.1%	21.2	20.4	-3.7%
昊华能源	7.0	2.2	-69.1%	8.3	8.8	6.1%
陕西煤业	10.5	5.8	-44.3%	13.5	10.4	-22.9%
平煤股份	22.8	32.9	44.6%	8.3	7.4	-11.2%
潞安环能	23.3	28.5	22.3%	16.3	19.9	22.2%
中煤能源	12.9	14.3	11.2%	23.1	27.9	20.8%
新大洲 A	4.3	3.0	-29.7%	19.3	22.1	14.6%
辽宁能源	35.2	33.3	-5.3%	15.9	10.6	-33.2%
淮北矿业	8.7	9.1	4.5%	20.1	20.9	4.1%
新集能源	26.1	28.4	8.8%	18.9	17.9	-5.5%
<b>算数平均</b>	<b>19.6</b>	<b>21.9</b>	<b>11.7%</b>	<b>19.9</b>	<b>19.9</b>	<b>0.4%</b>
<b>算术平均（剔除中国神华）</b>	<b>19.9</b>	<b>22.3</b>	<b>11.7%</b>	<b>19.8</b>	<b>19.9</b>	<b>0.5%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.8、资产负债率同比小幅回落，经营现金流与偿债能力有所下降

2023 年上市煤企资产负债率同比小幅回落，经营现金流与偿债能力有所下降。2023 年 27 家上市煤企经营性现金流合计为 2968 亿元，同比减少 1419 亿元，降幅为 32.3%；资产负债率平均为 45.1%，同比-0.9pct；现金流动负债比率 43.9%，同比-18pct。

剔除中国神华，26家上市煤企经营性现金流为2071亿元，同比减少1218亿元，降幅为37%；资产负债率平均为51.9%，同比-0.6pct；现金流动负债比率为35.4%，同比-18.5pct。综合来看，上市煤企资产负债率同比小幅下降，但经营性现金流较2022年大幅减少，导致公司现金流动负债比率同比下降，公司偿债能力有所减弱。

**表9：2023年27家上市煤企资产负债率小幅下滑，经营性现金流和偿债能力有所减弱（单位：百万元）**

公司名称	经营性现金流			资产负债率			现金流动负债比率		
	2022	2023	同比 (绝对值)	2022	2023	同比 (pct)	2022	2023	同比 (pct)
神火股份	14,061	11,190	-2,871	65.0%	57.9%	-7.0	40.5%	41.4%	0.9
冀中能源	5,505	4,590	-914	51.6%	51.0%	-0.6	24.6%	24.2%	-0.4
山西焦煤	16,915	13,697	-3,218	55.0%	48.5%	-6.5	57.7%	55.1%	-2.6
电投能源	8,504	6,871	-1,633	35.1%	29.3%	-5.9	154.3%	118.1%	-36.2
郑州煤电	1,180	244	-936	80.7%	78.9%	-1.8	11.3%	2.6%	-8.8
兰花科创	5,699	2,673	-3,027	49.6%	46.1%	-3.5	56.7%	33.7%	-22.9
永泰能源	6,443	7,025	582	54.2%	52.2%	-2.0	30.9%	32.4%	1.5
兖矿能源	53,450	16,168	-37,283	56.7%	66.6%	9.9	64.3%	13.1%	-51.1
华阳股份	9,970	6,938	-3,032	57.6%	55.1%	-2.6	39.7%	26.8%	-12.9
盘江股份	3,535	1,446	-2,089	58.1%	64.5%	6.4	42.1%	15.2%	-27.0
安源煤业	202	62	-140	94.7%	95.5%	0.8	2.8%	1.0%	-1.8
大有能源	3,093	478	-2,615	61.2%	64.7%	3.5	27.1%	4.2%	-22.9
上海能源	3,817	1,383	-2,434	37.2%	36.7%	-0.5	89.7%	38.4%	-51.3
山煤国际	13,496	5,985	-7,511	58.7%	49.5%	-9.2	66.2%	47.8%	-18.4
恒源煤电	2,990	3,577	587	42.9%	40.3%	-2.6	46.9%	58.9%	12.1
开滦股份	4,041	564	-3,478	45.8%	45.9%	0.1	37.7%	5.9%	-31.8
晋控煤业	5,638	6,169	531	49.8%	35.3%	-14.5	34.3%	70.4%	36.1
中国神华	109,734	89,687	-20,047	26.1%	24.1%	-2.0	111.5%	97.9%	-13.6
昊华能源	4,207	3,655	-552	54.0%	51.4%	-2.6	111.4%	56.5%	-54.9
陕西煤业	56,139	38,598	-17,541	35.9%	36.0%	0.1	110.7%	93.7%	-17.0
平煤股份	10,920	6,110	-4,809	66.6%	62.5%	-4.1	28.8%	20.3%	-8.5
潞安环能	33,769	8,852	-24,916	48.1%	43.0%	-5.0	88.3%	29.6%	-58.7
中煤能源	43,634	42,965	-669	51.5%	47.7%	-3.8	41.6%	43.8%	2.2
新大洲A	434	308	-126	66.0%	61.2%	-4.8	27.8%	25.5%	-2.3
辽宁能源	1,669	768	-901	64.5%	61.5%	-3.0	19.4%	10.5%	-8.9
淮北矿业	16,669	13,031	-3,639	54.8%	52.2%	-2.5	62.0%	47.7%	-14.3
新集能源	3,007	3,796	789	63.2%	59.2%	-4.0	27.6%	37.8%	10.2
<b>合计/加权平均</b>	<b>438,720</b>	<b>296,830</b>	<b>-141,891</b>	<b>45.9%</b>	<b>45.1%</b>	<b>-0.9</b>	<b>61.9%</b>	<b>43.9%</b>	<b>-18.0</b>
<b>合计/加权平均 (剔除中国神华)</b>	<b>328,986</b>	<b>207,143</b>	<b>-121,844</b>	<b>52.5%</b>	<b>51.9%</b>	<b>-0.6</b>	<b>53.9%</b>	<b>35.4%</b>	<b>-18.5</b>

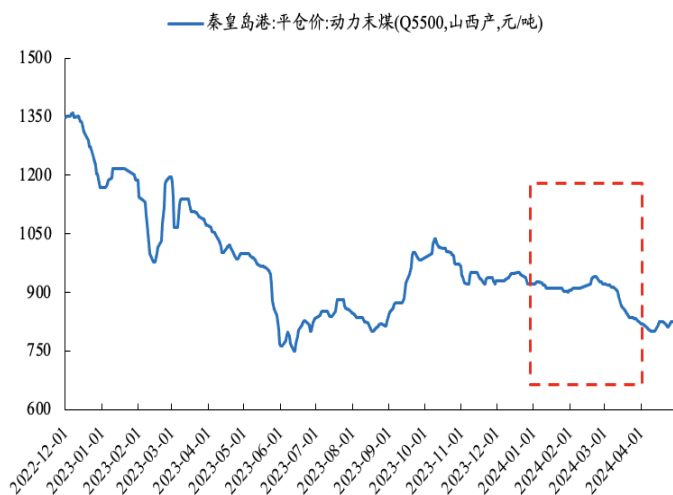
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、2024Q1 综述：煤价弱势运行，煤企业绩同比回落

### 2.1、2024Q1 煤价同比延续回落，同比、环比均有不同程度下跌

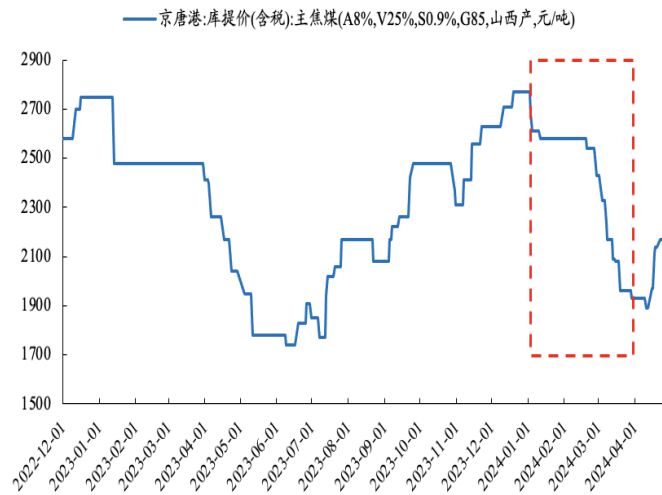
**2024Q1 煤价同比、环比走弱。**分煤种以及均价水平来看，2024Q1 秦皇岛港山西产 Q5500 平仓均价为 902 元/吨，同比-20.1%，环比-5.8%；2024Q1 京唐港主焦煤（山西产）均价为 2412 元/吨，同比-4.1%，环比-5.9%。整体来看，2024Q1 动力煤及炼焦煤价格同比、环比均有不同程度下跌。

图13：2024Q1 秦港动力煤价格整体回落



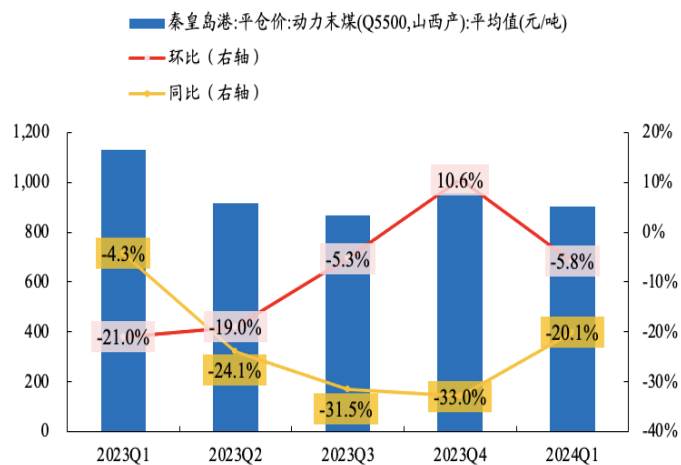
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024Q1 京唐港主焦煤价格整体回落



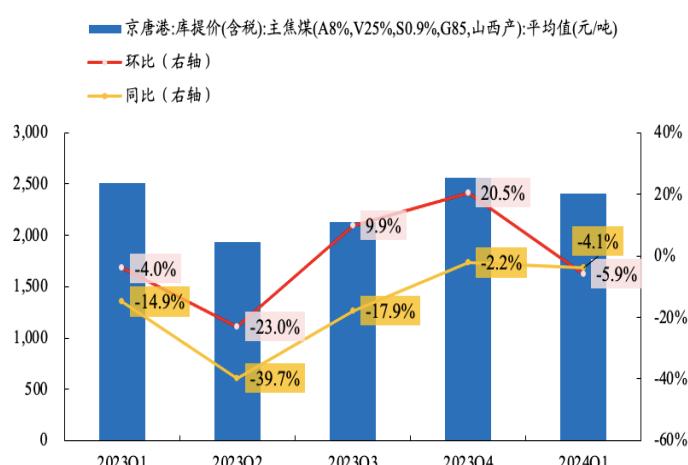
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024Q1 秦港动力煤价格 902 元/吨，同比下跌 20.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024Q1 京唐港主焦煤价格 2412 元/吨，同比下跌 4.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

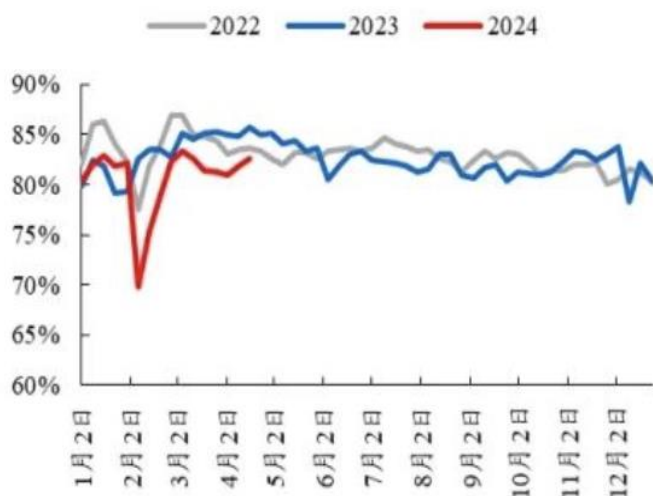
## 2.2、2024Q1 煤炭量缩价跌，上市煤企业绩同比回落

**量缩价跌拖累煤企 Q1 业绩。**27 家煤炭上市公司 2024Q1 合计实现营业收入 3272 亿元，同比-11.7%；合计实现净利润 533 亿元，同比-31.5%；合计实现归母净利润 422 亿元，同比-33.7%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，26 家煤炭上市公司 2024Q1 合计实现营业收入 2395 亿元，同比-15.5%；净利润 347 亿元，同比-38.6%；合计实现归母净利润 263 亿元，同比-41.6%。一方面，2024Q1 中国原煤产量同比-4.2%，晋陕蒙煤矿开工率 2024Q1 均值为 80.3%，同比-2.4pct，环比-1.4pct，煤企供应有所趋紧，叠加 2024Q1 煤价同比回落，拖累煤企 Q1 业绩表现。

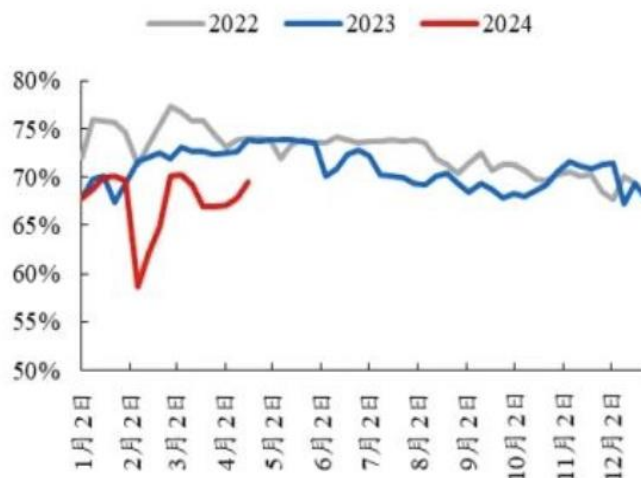
**表10：2024Q1 单季度 27 家上市煤企业绩同比回落（单位：百万元）**

公司 名称	2023Q1 营业收入	2024Q1 营业收入	同比 变动	2023Q1 净利润	2024Q1 净利润	同比 变动	2023Q1 归母净利润	2024Q1 归母净利润	同比 变动
神火股份	9,515	8,223	-13.6%	1,696	1,169	-31.0%	1,546	1,091	-29.5%
冀中能源	7,925	5,333	-32.7%	2,890	863	-70.1%	2,703	708	-73.8%
山西焦煤	14,752	10,552	-28.5%	3,079	1,083	-64.8%	2,470	950	-61.5%
电投能源	6,844	7,345	7.3%	1,739	2,171	24.8%	1,617	1,944	20.2%
郑州煤电	1,178	1,138	-3.4%	120	76	-36.6%	65	34	-47.7%
兰花科创	3,017	2,262	-25.0%	780	79	-89.9%	773	135	-82.6%
永泰能源	7,068	7,321	3.6%	399	585	46.7%	419	467	11.4%
兖矿能源	41,201	39,633	-3.8%	8,152	5,397	-33.8%	6,677	3,757	-43.7%
华阳股份	8,379	6,158	-26.5%	1,892	934	-50.6%	1,727	867	-49.8%
盘江股份	2,863	1,949	-31.9%	362	53	-85.3%	350	21	-93.9%
安源煤业	1,667	1,146	-31.2%	59	-97	-265.5%	57	-97	-270.8%
大有能源	2,004	1,409	-29.7%	376	-264	-170.3%	315	-270	-185.9%
上海能源	3,142	2,320	-26.2%	864	299	-65.3%	835	303	-63.8%
山煤国际	10,648	6,356	-40.3%	2,746	856	-68.8%	1,686	583	-65.4%
恒源煤电	2,238	2,051	-8.3%	611	430	-29.6%	608	431	-29.1%
开滦股份	6,262	5,372	-14.2%	266	69	-74.0%	408	209	-48.6%
晋控煤业	3,715	3,658	-1.5%	1,040	1,059	1.8%	711	780	9.8%
中国神华	87,042	87,647	0.7%	21,263	18,620	-12.4%	18,612	15,884	-14.7%
昊华能源	2,243	2,413	7.6%	647	647	0.1%	430	452	5.1%
陕西煤业	44,809	40,449	-9.7%	11,217	7,992	-28.7%	6,911	4,652	-32.7%
平煤股份	8,630	8,244	-4.5%	1,260	796	-36.9%	1,146	740	-35.4%
潞安环能	11,892	8,659	-27.2%	3,844	1,534	-60.1%	3,380	1,288	-61.9%
中煤能源	59,158	45,395	-23.3%	9,423	6,628	-29.7%	7,155	4,970	-30.5%
新大洲 A	305	205	-32.7%	5	-13	-345.3%	-20	-17	-
辽宁能源	1,975	1,574	-20.3%	287	82	-71.3%	287	83	-71.3%
淮北矿业	18,994	17,322	-8.8%	2,115	1,576	-25.5%	2,111	1,590	-24.7%
新集能源	2,896	3,058	5.6%	628	663	5.5%	594	598	0.6%
<b>合计</b>	<b>370,362</b>	<b>327,192</b>	<b>-11.7%</b>	<b>77,758</b>	<b>53,289</b>	<b>-31.5%</b>	<b>63,576</b>	<b>42,152</b>	<b>-33.7%</b>
<b>合计（剔除神华）</b>	<b>283,320</b>	<b>239,545</b>	<b>-15.5%</b>	<b>56,495</b>	<b>34,669</b>	<b>-38.6%</b>	<b>44,964</b>	<b>26,268</b>	<b>-41.6%</b>

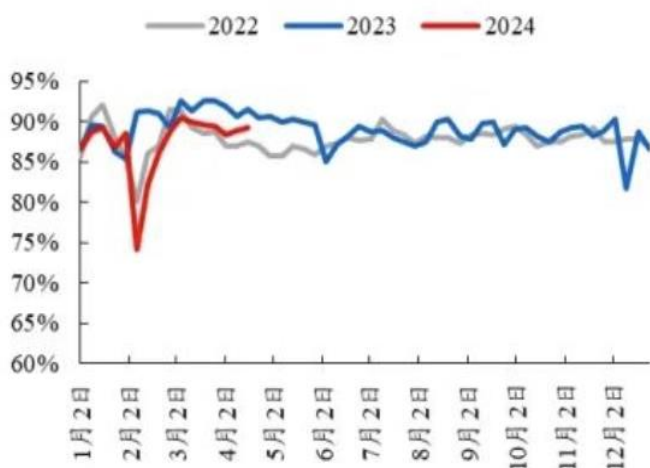
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图17：2024Q1 晋陕蒙煤矿开工率同比-2.4pct**


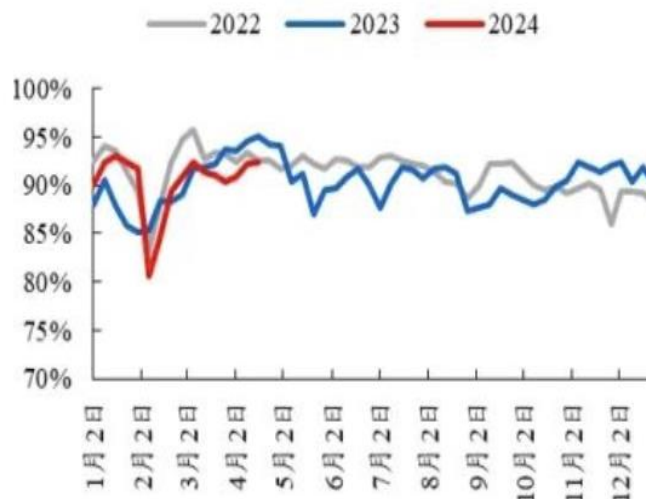
数据来源：CCTD、开源证券研究所

**图18：2024Q1 山西煤矿开工率同比-3.8pct**


数据来源：CCTD、开源证券研究所

**图19：2024Q1 内蒙古煤矿开工率同比-3pct**


数据来源：CCTD、开源证券研究所

**图20：2024Q1 陕西煤矿开工率同比+0.9pct**


数据来源：CCTD、开源证券研究所

### 3、投资策略：高股息与周期弹性兼备，煤炭核心资产有望再起

2024 年煤价在经历了一季度中枢下移后，4 月以来逐渐企稳反弹。秦港 5500Q 动力煤平仓价在 2024 年 4 月 12 日跌至 801 元/吨底部后开始反弹，虽然 4 月 22 日-4 月 24 日期间价格有所调整，但当前又重新回归反弹向上通道，截至 2024 年 4 月 29 日，秦港 5500Q 动力煤平仓价反弹至 827 元/吨，较 4 月 12 日累计上涨 3.2%；京唐港主焦煤现货价于 4 月 12 日跌至 1890 元/吨阶段性底部后迎来持续反弹，截至 2024 年 4 月 29 日，京唐港主焦煤现货价为 2170 元/



吨，较4月12日累计涨幅已达14.8%。

动力煤属于政策煤种，各方对动力煤价的关注度更高，我们判断价格仍将以稳为主，未来价格很难大涨大跌且将在箱体区间内震荡。之前我们一直判断港口动力煤价在800元/吨时存在较强支撑，4月中旬以来煤价开始反弹，虽然后有调整但当前又重新回归反弹向上通道，主要原因包括：一是产地开工率受安监影响下降且较高煤价也能在一定程度上纾解地方财政压力；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价；三是疆煤外运存在800元/吨港口价格的临界值影响，煤炭出疆量敏感度较高；四是煤化工和石油化工存在成本优势竞争，即体现在煤油价格的联动，布油70美元/桶与港口煤价800元/吨所制烯烃成本相当，而油价难跌至70美元/桶以下，当前布油价格在80美元/桶以上致煤化工成本优势非常明显；五是水库水位处在历史低位，推测水电难以大幅发力替代火电。

**“煤焦钢产业链”需求改善，炼焦煤价格具备向上弹性。**炼焦煤属于市场化煤种，此前我们判断通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，即若秦港动力煤价存在800元/吨支撑，则炼焦煤价格存在1920元/吨的支撑，4月中旬以来炼焦煤价格已在此值附近触底反弹，再次验证我们的判断。当前正处于“煤焦钢产业链”施工旺季，且国务院发改委对中央预算内的投资、地方专项债等陆续部署工作，需求或在季节性和政府稳增长政策推进中明显回升，此外2023年出现的钢铁下游结构的转化（从地产基建转向机械汽车等制造业）、钢材出口大增等现象仍在持续，亦将支撑炼焦煤价格。

我们认为，煤炭板块有望迎来重新布局的起点，本轮投资高股息与周期弹性兼备，有望吸引比上一轮更多的资金配置。

**煤炭股高股息投资逻辑仍是主线。**在当前弱经济和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置的偏好，根据我们2024年1月22日发布的《股息率敏感性分析，再论高股息煤炭股投资价值》来看，即使动力煤价在800元/吨，多数煤炭公司仍有很高的股息率；我们可以从煤炭的高股息和低估值两个维度判定未来板块的涨幅空间：一是若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至银行长贷利率时，之间股息差变动的幅度即为板块上涨的资本利得空间；二是煤炭股低估值表现为多家重点煤企2024E（见表11）业绩对应的静态市盈率PE不足10倍，中国神华是煤炭板块提估值的典范且当前2024E静态PE为12.85倍，则以中国神华作为板块估值提升的锚，其他煤炭企业业绩的稳定性提升（年度长协比例提升和现货价格高位窄幅波动）和普遍提高分红比例，煤炭板块整体估值有望趋近中国神华，复制中国神华2021年底提估值的历程。

**煤炭股周期弹性投资逻辑亦将重现。**当前无论动力煤和炼焦煤价格均已触底反弹，判断仍将处于上行通道，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，且空间涨幅均较大，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。

**多维度精选煤炭个股将获得超额收益。**一是炼焦煤弹性标的，推荐【平煤股份、潞安环能、淮北矿业、山西焦煤】，周期品属性且受益价格底部反弹；二是动力煤弹性标的，推荐【兖矿能源、晋控煤业、广汇能源】，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】、

受益标的【**陕西煤业**】，年度长协占比多，股息率稳定且持续；四是**动力煤电一体化且高股息期权标的**，推荐【**新集能源**】，未来对煤炭价格脱敏实现更高的业绩稳定性，资本开支结束后有望获得高股息。

**表11：主要煤炭上市公司盈利预测与估值**

上市公司	股价(元)	归母净利润(亿元)			EPS(元)			PE			PB	评级
	2024/4/30	2022A	2023A	2024E	2022A	2023A	2024E	2022A	2023A	2024E	2024/4/30	
中国神华	39.83	696.26	596.94	615.18	3.50	3.00	3.10	11.38	13.26	12.85	1.86	买入
潞安环能	21.14	141.68	79.22	80.73	4.74	2.65	2.70	4.46	7.98	7.83	1.27	买入
盘江股份	5.83	21.94	7.32	7.66	1.11	0.34	0.36	5.27	17.09	16.19	1.09	买入
山西焦煤	10.50	107.22	67.71	66.51	2.09	1.19	1.17	5.03	8.80	8.97	1.53	买入
平煤股份	13.20	57.25	40.03	46.61	2.47	1.71	1.88	5.34	7.74	7.02	1.29	买入
山煤国际	14.31	69.81	42.60	41.22	3.52	2.15	2.08	4.07	6.66	6.88	1.74	买入
神火股份	21.71	75.71	59.05	62.76	3.39	2.63	2.79	6.40	8.27	7.78	2.33	买入
金能科技	6.79	2.49	1.37	3.35	0.29	0.16	0.39	23.41	41.91	17.41	0.68	买入
淮北矿业	19.24	70.10	62.25	65.72	2.83	2.51	2.44	6.80	7.67	7.89	1.23	买入
宝丰能源	16.59	63.03	56.51	85.56	0.86	0.77	1.17	19.29	21.53	14.18	3.04	买入
兖矿能源	23.10	307.74	201.40	210.60	6.30	2.71	2.83	3.67	8.53	8.16	2.89	买入
电投能源	21.07	39.87	45.60	50.35	2.07	2.03	2.25	10.18	10.36	9.36	1.43	买入
晋控煤业	15.89	30.44	33.01	33.94	1.82	1.97	2.03	8.73	8.06	7.83	1.49	买入
广汇能源	7.39	113.38	51.73	65.47	1.73	0.79	1.00	4.28	9.38	7.39	1.63	买入
美锦能源	6.08	22.09	2.89	3.84	0.52	0.07	0.09	11.69	91.02	67.56	1.88	买入
甘肃能化	3.52	31.69	17.38	21.44	0.78	0.32	0.40	4.51	10.84	8.80	1.14	买入
中煤能源	11.76	182.41	195.34	205.50	1.38	1.47	1.55	8.52	7.98	7.59	1.04	买入
兰花科创	9.03	32.24	20.98	12.03	2.82	1.41	0.81	3.20	6.39	11.15	0.86	买入
华阳股份	9.45	70.26	51.79	46.21	2.92	1.44	1.28	3.24	6.58	7.38	1.18	买入
昊华能源	8.30	13.44	10.40	32.91	0.93	0.72	2.29	8.92	11.49	3.62	1.02	买入
永泰能源	1.35	19.09	22.66	24.10	0.09	0.10	0.11	15.72	13.24	12.27	0.64	增持
新集能源	8.98	20.64	21.09	24.37	0.80	0.81	0.94	11.27	11.03	9.55	1.64	买入
陕西煤业	24.53	351.23	212.39	227.36	3.62	2.19	2.35	6.78	11.20	10.46	2.51	未评级
冀中能源	7.49	44.58	49.44	32.09	1.26	1.40	0.91	5.94	5.35	8.25	1.14	未评级
开滦股份	7.96	18.51	10.90	17.08	1.17	0.69	1.08	6.80	11.54	7.40	0.88	未评级
山西焦化	4.53	25.82	12.75	11.53	1.01	0.50	0.45	4.50	9.10	10.07	0.76	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

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

#### 4、风险提示

- **经济增速下行风险。**当前国内经济总体处于爬坡修复的状态，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。

- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧为主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn