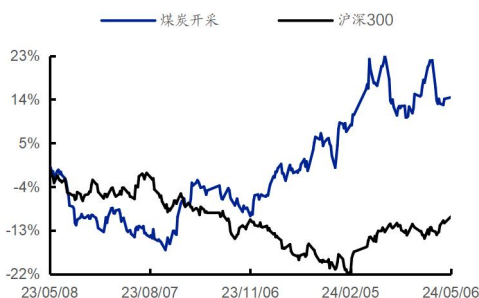


研究所：
 证券分析师：陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 证券分析师：王璇 S0350523080001
 wangx15@ghzq.com.cn
 联系人：林国松 S0350123070007
 lings@ghzq.com.cn

淡化短期盈利波动，把握板块长期价值 ——煤炭开采行业 2023 年报及 2024 年一季报综述

最近一年走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
煤炭开采	-0.6%	5.3%	18.8%
沪深 300	2.5%	10.5%	-8.9%

相关报告

- 《煤炭开采行业周报：铁水产量稳增，焦煤行业终端补库需求较强（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-04-28
- 《煤炭开采行业专题研究：2024Q1 主动型基金在煤炭行业持仓比例进一步提升（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-04-26
- 《煤炭开采行业周报：全国 3 月煤炭产量维持负增长；煤炭价格全方面上涨（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-04-21
- 《煤炭行业 3 月数据全面解读：煤炭产量维持负增长，火电增速回落（推荐）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-04-18
- 《焦煤行业深度报告：短期具备蓄势上涨动能，长期供需格局依然偏紧（推荐）*煤炭开采*王璇，陈晨》——2024-04-18

投资要点：

- **业绩同比下跌，但依然丰厚。**我们重点关注的 28 家煤炭上市公司，2023 年合计实现营业收入 14416 亿元，同比下降 9.4%；合计实现净利润 2409 亿元，同比下降 24.2%；合计实现归属母公司净利润 1924 亿元，同比下降 25.3%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司，2023 年合计实现净利润 1713 亿元，同比下降 27.5%；合计实现归属母公司净利润 1327 亿元，同比下降 29.4%。2023 年行业盈利回落，但依然丰厚。
- **煤炭产销量同比小幅增长，以量补价。**27 家煤炭上市公司 2023 年产量为 12.6 亿吨，同比上涨 7.1%，销量 13.2 亿吨，同比上涨 7.1%。如果剔除掉中国神华，26 家煤炭上市公司 2023 年产量为 9.4 亿吨，同比上涨 8.4%，销量 8.7 亿吨，同比上涨 6.8%。增长主要原因：1）中国神华加强煤源组织，外购煤销量实现增长；2）兖矿能源 2023 年并表鲁西矿业、新疆能化，产销量增长；3）中煤能源大海则煤矿产能爬坡带动产量上升。
- **售价下降拖累煤企盈利。**2023 年 28 家煤炭上市公司煤炭的平均销售价格为 660 元/吨，同比下降 14.5%，降幅低于市场煤降幅（动力煤市场煤下降 23.8%），可能与煤企执行大量长协有关系；平均销售成本 362 元/吨，同比下降 2.8%；平均毛利 299 元/吨，同比下降 25.4%；毛利率 45.2%，同比下降 6.6 个百分点。
- **绝对值同比下降，费用率受营收下降影响有所提升。**从绝对值来看，2023 年 28 家煤炭上市公司累计期间费用 902 亿元，同比减少 3.7%，其中，销售费用 111 亿元，同比减少 10.3%，管理费用 622 亿元，同比增加 4.9%，财务费用 169 亿元，同比下降 23.0%。从相对值来看（算数平均值方法），2023 年 28 家煤炭上市公司的期间费用率为 10.4%，同比上涨 1.2 个百分点，其中，销售费用率为 0.83%，同比上涨 0.1%，管理费用率为 7.6%，同比上涨 1.2 个百分点，财务费用率为 1.89%，同比下降 0.16 个百分点。综合来看，在煤价同比下降背景下，多数煤企通过优化债务结构、成本控制等方式，降低成本费用，但受营收下降影响，费用比率有所提升。

- **行业盈利指标同比小幅下降。**从销售毛利率来看，28家煤炭上市公司2023年平均值为32.3%，同比下降5.0个百分点，其中有5家公司毛利率同比有所提升；从销售净利率来看，28家煤炭上市公司2023年平均值为14.0%，同比下降4.0个百分点，其中有5家公司净利率同比有所提升；从ROE来看，28家煤炭上市公司2023年平均值为13.2%，同比下降10.3个百分点，其中有2家公司ROE同比有所提升。
- **经营性现金流出现下降，负债水平不断改善。**28家煤炭上市公司2023年经营性现金流合计为3050亿元，同比下降1485亿元，下降33%；有息负债合计为4640亿元，同比下降3%。资产负债率平均为51.9%，同比下降2.5个百分点；如果剔除掉中国神华，27家煤炭上市公司2023年经营性现金流合计为2153亿元，同比下降1285亿元，减少37%；有息负债合计为4200亿元，同比下降0.8%。资产负债率平均为52.9%，同比下降2.5个百分点。
- **应收账款周转天数同比上涨，存货周转天数同比持平。**2023年28家煤炭上市公司应收账款周转天数同比上涨，回款能力有所走弱，2023年28家煤炭上市公司应收账款周转天数平均为22天，同比增长2天，同比增幅13.7%；存货周转天数20天，同比持平。
- **2024年一季度：业绩同比仍有下降，主因系煤价下跌所致。**2024年一季度，国内煤炭产量下降，进口量增长放缓，火电需求相对可观，非电需求相对偏弱下煤价小幅回调，主要上市煤企业绩同比下降。我们重点关注的28家煤炭上市公司，2024Q1年合计实现营业收入3399亿元，同比下降16%；合计实现归属母公司净利润435亿元，同比下降28%；合计实现扣非后归属母公司净利润443亿元，同比下降33%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27家煤炭上市公司，2024Q1合计实现归属母公司净利润278亿元，同比下降42%。
- **投资策略：**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更好选择。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，同时油价维持在中高位，煤化工项目的建设和生产积极性都有提升，未来若干年煤炭需求或将持续提升。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，行业供给约束的能力依然没变。我们预计未来若干年，煤炭行业依然维持紧平衡状态，煤炭行业资产质量高，账上现金流充沛，煤炭上市公司呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征，建议淡化煤价短期波动，把握煤炭板块价值属性，维持行业“推荐”评级。

- 当前位置，冶金煤优先建议关注：**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）；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）；**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）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）。**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	2024/4/30 股价	EPS			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601088.SH	中国神华	39.83	3.00	3.06	3.18	13.3	13.0	12.5	买入
601225.SH	陕西煤业	24.53	2.19	2.25	2.34	11.2	10.9	10.5	买入
600188.SH	兖矿能源	23.10	2.74	2.49	2.70	8.4	9.3	8.6	买入
601898.SH	中煤能源	11.76	1.47	1.54	1.57	8.0	7.7	7.5	买入
600546.SH	山煤国际	14.31	2.15	1.79	1.92	6.7	8.0	7.5	买入
600256.SH	广汇能源	7.39	0.80	0.77	0.97	9.3	9.6	7.6	买入
601699.SH	潞安环能	21.14	2.65	2.20	2.40	8.0	9.6	8.8	买入
000983.SZ	山西焦煤	10.50	1.23	0.97	1.06	8.5	10.8	9.9	买入
600348.SH	华阳股份	9.45	1.44	1.11	1.27	6.6	8.5	7.4	买入
000933.SZ	神火股份	21.71	2.65	2.78	2.94	8.2	7.8	7.4	买入
600985.SH	淮北矿业	19.24	2.51	2.38	2.48	7.7	8.1	7.8	买入
601666.SH	平煤股份	13.20	1.73	1.58	1.80	7.6	8.3	7.3	买入
600123.SH	兰花科创	9.03	1.41	0.92	1.04	6.4	9.8	8.7	买入
601918.SH	新集能源	8.98	0.81	0.91	0.97	11.0	9.9	9.2	买入
601001.SH	晋控煤业	15.89	1.97	2.09	2.19	8.1	7.6	7.3	买入
000552.SZ	甘肃能化	3.52	0.37	0.34	0.40	9.5	10.4	8.8	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 2023 年综述：煤价中枢虽有所下移，但煤企盈利依然丰厚	6
1.1、 2023 年国内生产增量有限但进口大增，煤价中枢同比下移	6
1.2、 2023 年煤企业绩同比下跌，但依然丰厚	8
1.3、 煤炭产销量同比小幅上涨	12
1.4、 单位售价降低拖累盈利，但毛利率依然处于高位	13
1.5、 成本控制改善，期间费用降低	14
1.6、 行业盈利指标同比下降	15
1.7、 经营性现金流出现下降，负债水平不断改善	16
1.8、 应收账款周转天数同比上涨，存货周转天数同比持平	17
2、 2024 年一季度：非电需求相对偏弱下煤价小幅回调，主要上市煤企业绩同比下降	18
2.1、 国内产量下降，进口量增长放缓，火电需求相对可观	18
2.2、 业绩同比仍有下降，主因系煤价下跌所致	19
3、 投资策略：持续看好行业投资机会	20
4、 风险提示	21

图表目录

图 1: 秦皇岛港动力煤价格走势	6
图 2: 秦港动力煤均价	6
图 3: 京唐港主焦煤价格走势	7
图 4: 京唐港主焦煤均价	7
图 5: “三西”地区样本煤矿开工率	7
图 6: 全国甲醇开工率	7
图 7: 全国水泥磨机运转率	7
图 8: 全国 247 家钢厂日均铁水产量	7
图 9: 28 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)	9
图 10: 28 家煤炭上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元)	10
图 11: 28 家煤炭上市公司营业收入总计	11
图 12: 28 家煤炭上市公司净利润总计	11
图 13: 28 家煤炭上市公司归母净利润总计	11
图 14: 28 家煤炭上市公司扣非归母净利润总计	11
图 15: 27 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 营业收入总计	11
图 16: 27 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 净利润总计	11
图 17: 27 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 归母净利润总计	12
图 18: 27 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 扣非归母净利润总计	12
图 19: 27 家煤炭上市公司煤炭产销情况 (单位: 万吨)	13
图 20: 28 家煤炭上市公司销售价格、成本、毛利情况 (单位: 元/吨、%)	14
图 21: 28 家煤炭上市公司期间费用率情况 (单位: %)	15
图 22: 28 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况 (单位: %)	16
图 23: 28 家煤炭上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元、%)	17
图 24: 28 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天)	18
图 25: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨)	19
图 26: 京唐港主焦煤均价 (单位: 元/吨)	19
图 27: 28 家煤炭上市公司一季度营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)	20

1、2023 年综述：煤价中枢虽有下移，但煤企盈利依然丰厚

1.1、2023 年国内生产增量有限但进口大增，煤价中枢同比下移

经济恢复向好，火电需求提升。据国家能源局数据显示，2023 年，全社会用电量累计 92241 亿千瓦时，同比增长 6.7%。分产业看，第一产业用电量 1278 亿千瓦时，同比增长 11.5%；第二产业用电量 60745 亿千瓦时，同比增长 6.5%；第三产业用电量 16694 亿千瓦时，同比增长 12.2%；城乡居民生活用电量 13524 亿千瓦时，同比增长 0.9%。火电方面，2023 年全国火力发电量为 62657 亿千瓦时，同比增长 6.4%。

工业需求同比有所恢复，据国家统计局数据，2023 年粗钢产量实现 10.2 亿吨，同比持平，水泥产量实现 20.2 亿吨，同比降幅从 2022 年的-10.8%收窄至-0.7%。非电需求方面，甲醇开工率全年前期偏弱，下半年开始走强，表现强于历史同期。

国内原煤产量增加有限，煤炭进口量大幅上涨。2023 年，受内蒙古露天煤矿坍塌故及山西煤矿事故频发等因素影响，煤炭产区安检力度在三季度明显增强，主产区开工率也回落至年内低位，据国家统计局数据显示，2023 年，生产原煤 47.1 亿吨，同比增长 3.4%，产量稳中小幅上涨；煤炭进口量大幅上涨，2023 年煤及褐煤进口实现 4.74 亿吨，同比增长 61.8%。

煤价中枢下移。分煤种以及现货均价水平来看，2023 年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 967 元/吨，同比下降 23.8%；2023 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 2258 元/吨，同比下降 19.7%。

图 1：秦皇岛港动力煤价格走势

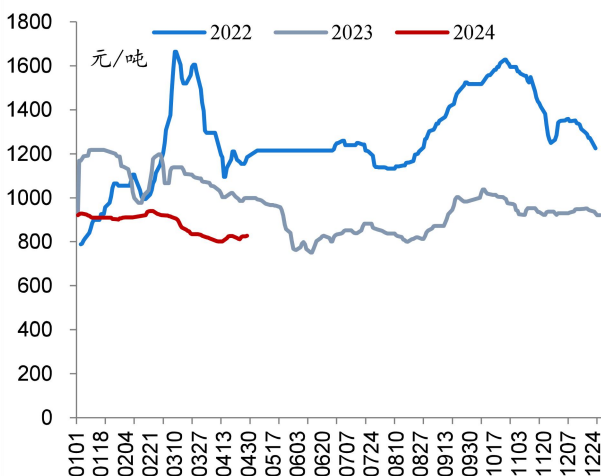
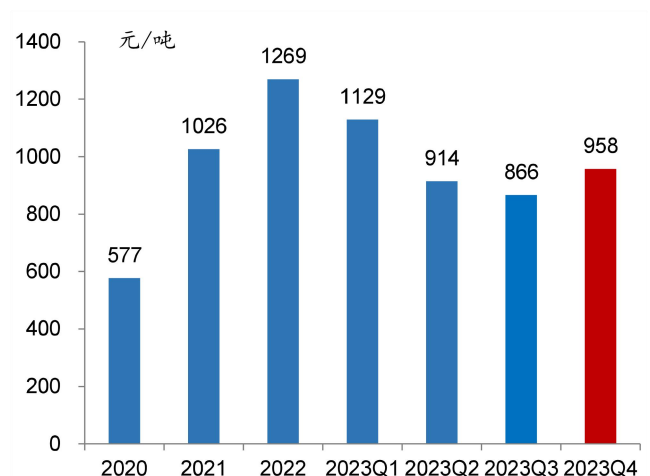


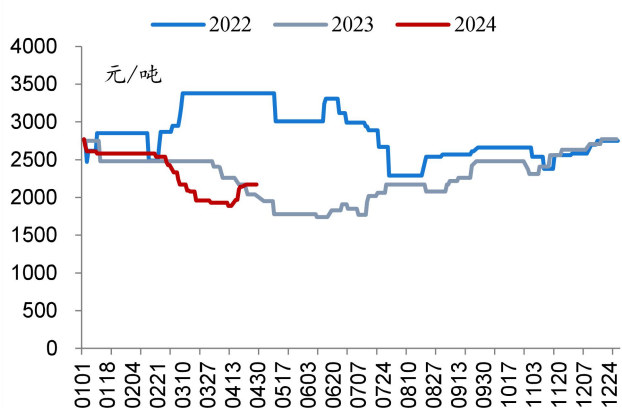
图 2：秦港动力煤均价



资料来源：wind、国海证券研究所

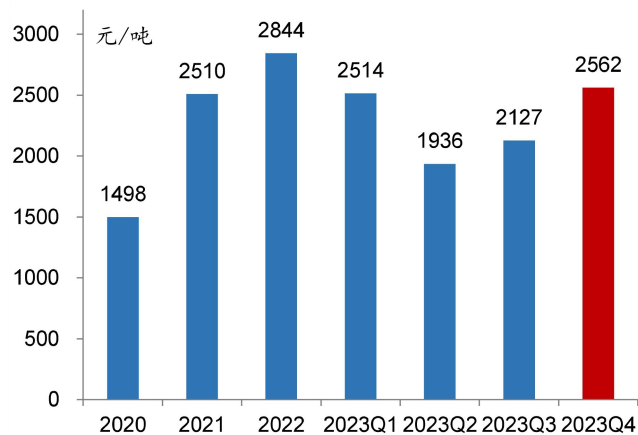
资料来源：wind、国海证券研究所

图 3: 京唐港主焦煤价格走势



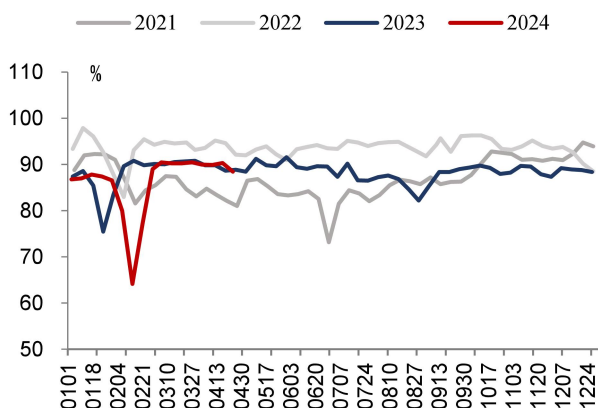
资料来源: wind、国海证券研究所

图 4: 京唐港主焦煤均价



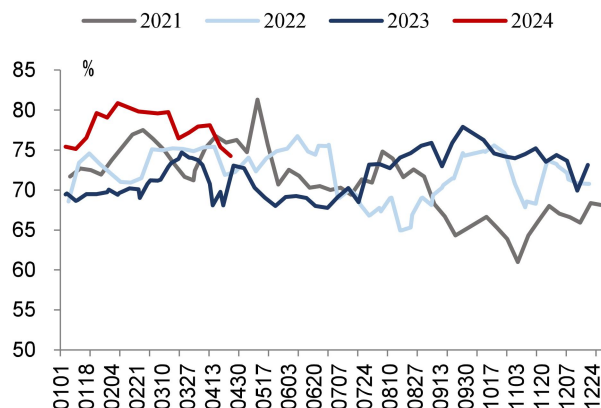
资料来源: wind、国海证券研究所

图 5: “三西”地区样本煤矿开工率



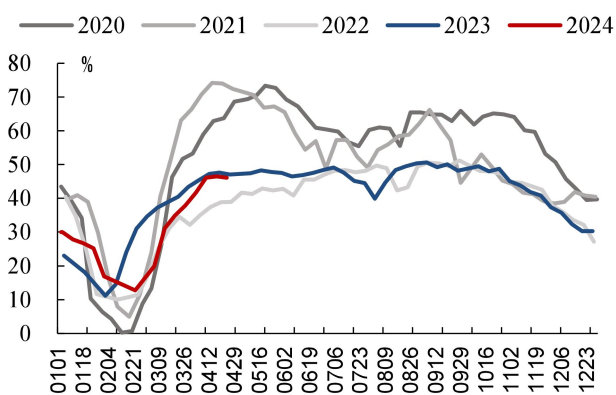
资料来源: 煤炭资源网、国海证券研究所

图 6: 全国甲醇开工率



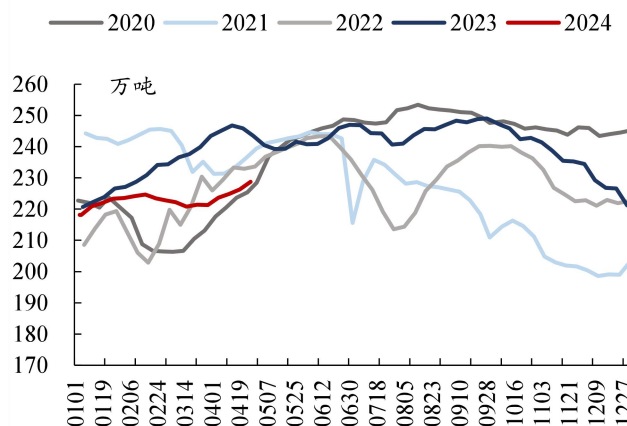
资料来源: wind、国海证券研究所

图 7: 全国水泥磨机运转率



资料来源: wind、国海证券研究所

图 8: 全国 247 家钢厂日均铁水产量



资料来源: wind、国海证券研究所

1.2、2023 年煤企业绩同比下跌，但依然丰厚

受煤价回落影响，煤企业绩同比下跌。我们重点关注的 28 家煤炭上市公司，2023 年合计实现营业收入 14416 亿元，同比下降 9.4%；合计实现净利润 2409 亿元，同比下降 24.2%；合计实现归属母公司净利润 1924 亿元，同比下降 25.3%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司，2023 年合计实现净利润 1713 亿元，同比下降 27.5%；合计实现归属母公司净利润 1327 亿元，同比下降 29.4%。

扣非后业绩同步下滑。从扣非归母净利润来看，28 家煤炭上市公司 2023 年实现扣非归母净利润 1947 亿元，同比下降 21.7%；非经常损益亏损 23 亿元，同比-125%；如果剔除中国神华，27 家煤炭上市公司，2023 年合计实现扣非归母净利润 1318 亿元，同比下降 26.0%；非经常损益变动较大企业有：中国神华亏损 32 亿元（主要源自煤炭资源领域专项整治、对外捐赠等支出）、陕西煤业亏损 34 亿元（主要源自金融资产公允价值变动）、兖矿能源收益 15 亿元（主要源自同一控制下企业合并产生的子公司当期净损益）、冀中能源收益 19 亿元（主要来源非流动性资产处置损益）。

图 9：28 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		
		2022	2023	同比	2022	2023	同比	2022	2023	同比
动力煤	甘肃能化	12,261	11,259	-8.2%	3,169	1,738	-45.2%	677	1,712	152.7%
	电投能源	26,793	26,846	0.2%	3,987	4,560	14.4%	3,860	4,338	12.3%
	郑州煤电	4,423	4,323	-2.3%	68	32	-53.2%	69	18	-73.6%
	兖矿能源	200,829	150,025	-33.3%	30,774	20,140	-39.6%	30,466	18,591	-38.6%
	安源煤业	8,916	6,871	-22.9%	-77	-114	-48.6%	-90	-118	-31.3%
	大有能源	8,589	5,814	-32.3%	1,555	-481	-130.9%	1,496	-622	-141.6%
	山煤国际	46,391	37,371	-19.4%	6,981	4,260	-38.5%	7,188	4,409	-38.2%
	恒源煤电	8,386	7,786	-7.2%	2,513	2,036	-19.4%	2,522	1,990	-21.6%
	晋控煤业	16,082	15,342	-4.6%	3,044	3,301	8.3%	2,976	3,156	5.9%
	中国神华	344,533	343,074	-0.4%	69,626	59,694	-14.3%	70,337	62,868	-10.6%
	昊华能源	9,287	8,437	-9.1%	1,344	1,040	-22.6%	1,705	1,024	-40.0%
	陕西煤业	166,848	170,872	2.4%	35,123	21,239	-39.7%	29,411	24,680	-16.9%
	中煤能源	220,577	192,969	-12.5%	18,241	19,534	7.0%	18,112	19,364	6.8%
	新集能源	12,003	12,845	7.0%	2,064	2,109	1.6%	2,072	2,053	-1.5%
广汇能源	59,409	61,475	3.5%	11,338	5,173	-54.4%	11,073	5,541	-50.0%	
炼焦煤	冀中能源	36,036	24,330	-32.5%	4,458	4,944	10.8%	4,395	3,078	-30.0%
	山西焦煤	65,183	55,523	-14.8%	10,722	6,771	-37.0%	9,335	6,817	-27.2%
	永泰能源	35,556	30,120	-15.3%	1,909	2,266	18.7%	1,665	2,359	41.7%
	盘江股份	11,843	9,403	-20.6%	2,194	732	-66.6%	2,134	617	-71.1%
	上海能源	12,634	10,978	-13.1%	1,740	969	-44.3%	1,477	958	-35.2%
	淮北矿业	69,062	73,387	6.3%	7,010	6,225	-11.2%	6,971	5,891	-15.5%
	开滦股份	26,004	22,841	-12.2%	1,851	1,090	-41.1%	1,700	1,075	-36.8%
	平煤股份	36,044	31,561	-12.4%	5,725	4,003	-30.3%	5,745	3,977	-30.9%
	辽宁能源	6,619	5,596	-15.5%	195	24	-87.7%	195	-41	-121.0%
	潞安环能	54,297	43,137	-20.6%	14,168	7,922	-44.1%	14,366	7,889	-45.1%
神火股份	42,704	37,625	-11.9%	7,571	5,905	-22.1%	7,771	5,820	-25.2%	
无烟煤	兰花科创	14,156	13,284	-6.2%	3,224	2,098	-34.9%	3,527	2,123	-39.8%
	华阳股份	35,042	28,518	-18.6%	7,026	5,179	-26.3%	7,364	5,083	-31.0%
合计		1,590,506	1,441,612	-9.4%	257,541	192,389	-25.3%	248,517	194,651	-21.7%
剔除神华		1,245,973	1,098,538	-11.8%	187,915	132,695	-29.4%	178,180	131,783	-26.0%

资料来源：wind、国海证券研究所

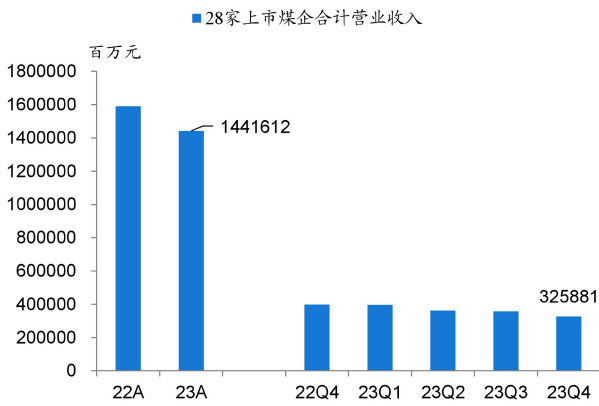
2023Q4 单季业绩环比下滑，主要由于计提费用以及资产减值损失等。2023 年 28 家煤炭上市公司各单季度归母净利润分别为 665 亿元、462 亿元和 447 亿元，第四季度业绩环比有所下滑，为 349 亿元，环比下降 22%。如果剔除中国神华后，27 家煤炭上市公司，2023 年各单季度归母净利润分别为 479 亿元、315 亿元和 297 亿元，第四季度业绩为 235 亿元，环比下降 21%。Q4 单季业绩的环比下降主要是由于多数煤炭企业习惯性在四季度增加成本费用、计提资产减值损失。

图 10: 28 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				
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	Q4环比
动力煤	甘肃能化	958	322	280	178	-36.2%
	电投能源	1,617	966	1,002	975	-2.7%
	郑州煤电	65	-18	-145	130	190.0%
	兖矿能源	5,652	4,558	5,315	4,614	-13.2%
	安源煤业	57	-4	-43	-124	-189.7%
	大有能源	315	-94	-22	-680	-3046.8%
	山煤国际	1,686	1,372	924	278	-69.9%
	恒源煤电	608	510	516	403	-21.9%
	晋控煤业	711	675	779	1,136	45.9%
	中国神华	18,612	14,667	14,990	11,425	-23.8%
	昊华能源	430	278	303	29	-90.3%
	陕西煤业	6,911	4,668	4,601	5,059	10.0%
	中煤能源	7,155	4,680	4,853	2,846	-41.4%
	新集能源	594	714	613	189	-69.2%
广汇能源	3,007	1,114	729	323	-55.7%	
炼焦煤	冀中能源	2,703	664	549	1,028	87.3%
	山西焦煤	2,470	2,047	1,121	1,133	1.1%
	永泰能源	419	594	611	642	5.0%
	盘江股份	350	269	154	-40	-126.3%
	上海能源	835	344	149	-359	-341.3%
	淮北矿业	2,111	1,477	1,470	1,166	-20.7%
	开滦股份	408	376	206	100	-51.3%
	平煤股份	1,146	1,088	904	865	-4.3%
	辽宁能源	287	-32	-192	-39	79.5%
	潞安环能	3,380	1,915	1,974	652	-67.0%
神火股份	1,546	1,193	1,363	1,803	32.2%	
无烟煤	兰花科创	773	589	437	299	-31.5%
	华阳股份	1,727	1,285	1,260	908	-27.9%
	合计	66,536	46,214	44,699	34,940	-21.8%
	剔除神华	47,924	31,547	29,709	23,515	-20.9%

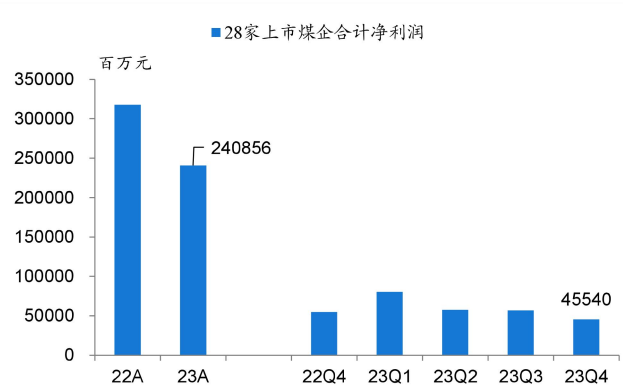
资料来源: wind、国海证券研究所

图 11: 28 家煤炭上市公司营业收入总计



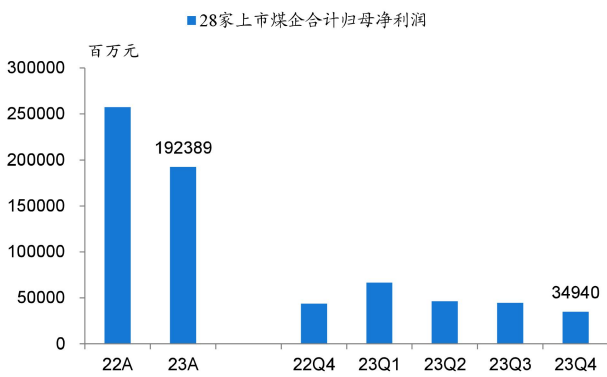
资料来源: wind、国海证券研究所

图 12: 28 家煤炭上市公司净利润总计



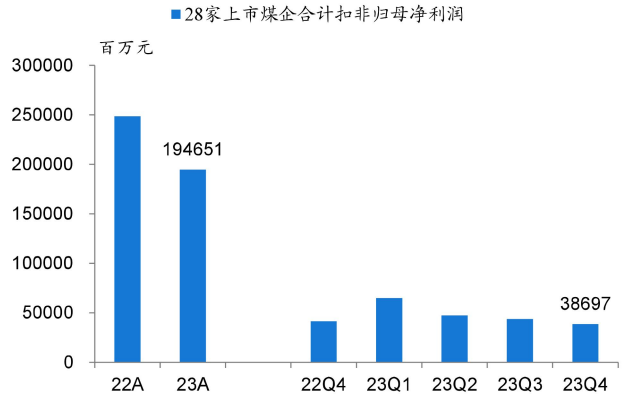
资料来源: wind、国海证券研究所

图 13: 28 家煤炭上市公司归母净利润总计



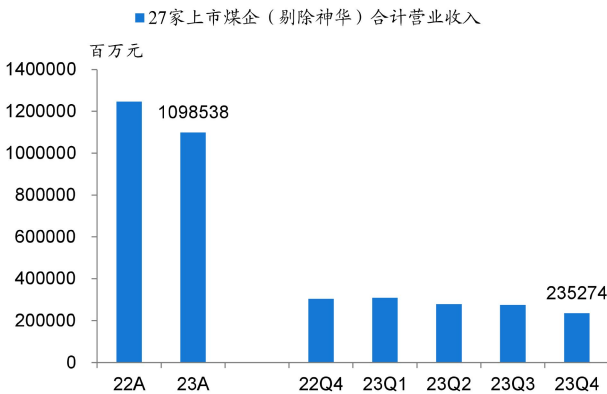
资料来源: wind、国海证券研究所

图 14: 28 家煤炭上市公司扣非归母净利润总计



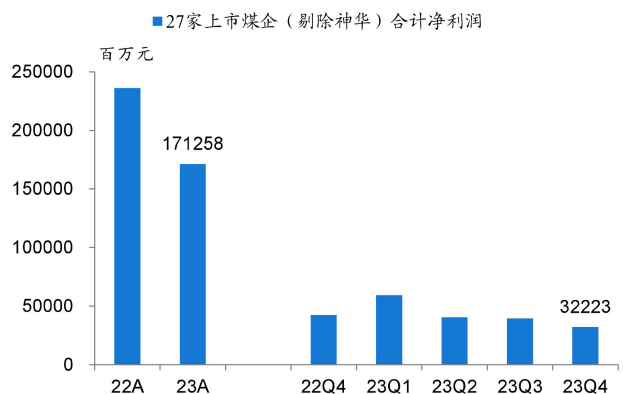
资料来源: wind、国海证券研究所

图 15: 27 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 营业收入总计



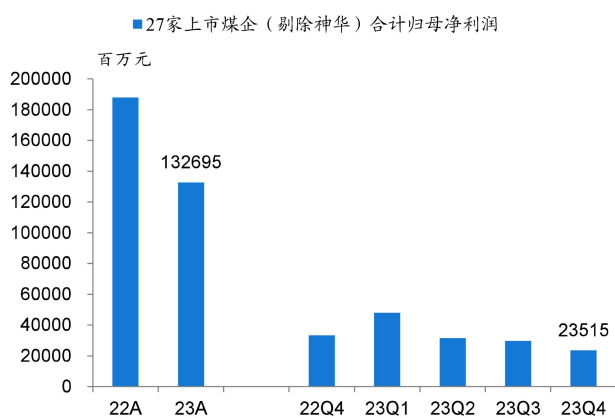
资料来源: wind、国海证券研究所

图 16: 27 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 净利润总计



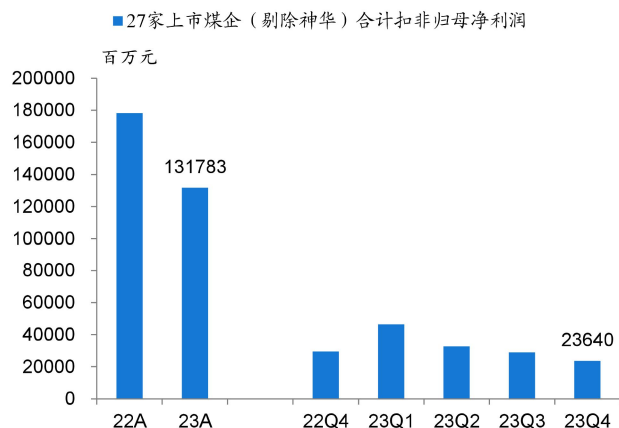
资料来源: wind、国海证券研究所

图 17: 27 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 18: 27 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

1.3、煤炭产销量同比小幅上涨

煤炭产销量同比小幅增长。27 家煤炭上市公司 2023 年产量为 12.6 亿吨, 同比上涨 7.1%, 销量 13.2 亿吨, 同比上涨 7.1%。如果剔除掉中国神华, 26 家煤炭上市公司 2023 年产量为 9.4 亿吨, 同比上涨 8.4%, 销量 8.7 亿吨, 同比上涨 6.8%。增长主要原因: 1) 中国神华加强煤源组织, 外购煤销量实现增长; 2) 兖矿能源 2023 年并表鲁西矿业、新疆能化, 产销量增长; 3) 中煤能源大海则煤矿产能爬坡带动产量上升。

图 19: 27 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		
		2022	2023	同比	2022	2023	同比
动力煤	甘肃能化	1494	1968	31.7%	1415	1927	36.1%
	电投能源	4600	4655	1.2%	4600	4647	1.0%
	郑州煤电	599	661	10.3%	621	663	6.8%
	兖矿能源	9953	13211	32.7%	9117	12097	32.7%
	安源煤业	127	142	12.2%	127	143	12.2%
	大有能源	1158	913	-21.1%	1162	918	-21.1%
	山煤国际	4057	3898	-3.9%	3696	3486	-5.7%
	恒源煤电	934	944	1.1%	704	762	8.2%
	晋控煤业	3280	3469	5.7%	2731	3010	10.2%
	中国神华	31340	32450	3.5%	41780	45000	7.7%
	昊华能源	1490	1706	14.5%	1489	1705	14.5%
	陕西煤业	15728	16372	4.1%	15549	16368	5.3%
	中煤能源	11917	13422	12.6%	12034	13391	11.3%
	新集能源	1842	1937	5.2%	1811	1969	8.7%
炼焦煤	冀中能源	2637	2741	4.0%	2892	2604	-10.0%
	山西焦煤	4385	4608	5.1%	3217	3200	-0.5%
	永泰能源	1103	1297	17.6%	1101	1299	18.0%
	盘江股份	1508	1530	1.5%	1171	1120	-4.4%
	上海能源	819	803	-2.0%	579	605	4.5%
	淮北矿业	2290	2197	-4.1%	1882	1783	-5.3%
	开滦股份	876	922	5.2%	354	359	1.5%
	平煤股份	3030	3071	1.4%	3092	3103	0.3%
	辽宁能源	630	550	-12.7%	637	540	-15.2%
	潞安环能	5690	6046	6.3%	5294	5498	3.9%
神火股份	681	717	5.2%	680	725	6.6%	
无烟煤	兰花科创	1146	1380	20.5%	1163	1299	11.7%
	华阳股份	4523	4591	1.5%	4642	4100	-11.7%
	合计	117837	126202	7.1%	123542	132320	7.1%
	剔除神华	86497	93752	8.4%	81762	87320	6.8%

资料来源: wind、国海证券研究所

注: 2022 年产销量数据未经重述调整, 其中恒源煤电、山西焦煤、永泰能源、上海能源、平煤股份、潞安环能为原煤产量口径, 其余为商品煤产量口径; 昊华能源、华阳股份以及中国神华销量包含贸易煤, 其余为自产煤销量口径。

1.4、单位售价降低拖累盈利, 但毛利率依然处于高位

2023 年 28 家煤炭上市公司煤炭的平均销售价格为 660 元/吨, 同比下降 14.5%, 降幅低于市场煤降幅 (动力煤市场煤下降 23.8%), 可能与煤企执行大量长协有关系; 平均销售成本 362 元/吨, 同比下降 2.8%; 平均毛利 299 元/吨, 同比下降 25.4%; 毛利率 45.2%, 同比下降 6.6 个百分点, 售价下降拖累煤企盈利, 但毛利率依然处于高位。

图 20：28 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		
		2022	2023	同比	2022	2023	同比	2022	2023	同比	2022	2023	同比-pct
动力煤	甘肃能化	719	449	-38%	283	257	-9%	436	191	-56%	61%	43%	-18.0
	电投能源	191	204	7%	93	91	-2%	98	113	15%	51%	55%	3.9
	郑州煤电	647	575	-11%	401	385	-4%	246	189	-23%	38%	33%	-5.1
	兖矿能源	1169	785	-33%	346	349	1%	824	436	-47%	70%	55%	-14.9
	安源煤业	1023	929	-9%	846	809	-4%	178	119	-33%	17%	13%	-4.5
	大有能源	686	570	-17%	365	462	27%	321	108	-66%	47%	19%	-27.9
	山煤国际	738	683	-7%	196	281	44%	542	402	-26%	73%	59%	-14.6
	恒源煤电	1156	992	-14%	569	529	-7%	587	463	-21%	51%	47%	-4.1
	晋控煤业	574	496	-14%	280	244	-13%	294	252	-14%	51%	51%	-0.4
	中国神华	664	607	-9%	426	413	-3%	239	195	-18%	36%	32%	-3.9
	昊华能源	575	449	-22%	230	187	-19%	345	262	-24%	60%	58%	-1.7
	陕西煤业	702	633	-10%	238	256	8%	464	377	-19%	66%	60%	-6.5
	中煤能源	716	602	-16%	323	307	-5%	393	295	-25%	55%	49%	-5.9
	新集能源	432	446	3%	203	235	15%	229	212	-7%	53%	47%	-5.5
炼焦煤	冀中能源	1016	743	-27%	640	410	-36%	376	334	-11%	37%	45%	7.9
	山西焦煤	1290	1107	-14%	425	452	6%	865	655	-24%	67%	59%	-7.9
	永泰能源	1243	956	-23%	488	480	-2%	756	476	-37%	61%	50%	-11.0
	盘江股份	891	1032	16%	496	619	25%	395	413	5%	44%	40%	-4.3
	上海能源	1519	1167	-23%	744	760	2%	775	407	-47%	51%	35%	-16.1
	淮北矿业	1160	1160	0%	588	592	1%	572	567	-1%	49%	49%	-0.4
	开滦股份	2112	1748	-17%	985	880	-11%	1127	867	-23%	53%	50%	-3.7
	平煤股份	1134	993	-12%	738	677	-8%	396	316	-20%	35%	32%	-3.1
	辽宁能源	765	722	-6%	459	504	10%	306	218	-29%	40%	30%	-9.7
	潞安环能	931	728	-22%	359	348	-3%	571	380	-33%	61%	52%	-9.2
神火股份	1483	1125	-24%	710	655	-8%	773	470	-39%	52%	42%	-10.4	
无烟煤	兰花科创	864	739	-14%	303	385	27%	561	354	-37%	65%	48%	-17.1
	华阳股份	710	606	-15%	365	296	-19%	345	310	-10%	49%	51%	2.6
	平均	773	660	-15%	372	362	-3%	401	299	-25%	52%	45%	-6.6
	剔除神华	828	688	-17%	345	335	-3%	483	352	-27%	58%	51%	-7.1

资料来源：wind、国海证券研究所

注：昊华能源、华阳股份以及中国神华的售价和成本数据为商品煤口径，其余为自产煤口径

1.5、成本控制改善，期间费用降低

期间费用方面，绝对值同比下降，费用率受营收下降影响有所提升。从绝对值来看，2023 年 28 家煤炭上市公司累计期间费用 902 亿元，同比减少 3.7%，其中，销售费用 111 亿元，同比减少 10.3%，管理费用 622 亿元，同比增加 4.9%，财务费用 169 亿元，同比下降 23.0%。从相对值来看（算数平均值方法），2023 年 28 家煤炭上市公司的期间费用率为 10.4%，同比上涨 1.2 个百分点，其中，销售费用率为 0.83%，同比上涨 0.1%，管理费用率为 7.6%，同比上涨 1.2 个百分点，财务费用率为 1.89%，

同比下降 0.16 个百分点。综合来看，在煤价同比下降背景下，多数煤企通过优化债务结构、成本控制等方式，降低成本费用，但受营收下降影响，费用比率有所提升。

图 21：28 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		
		2022	2023	同比-pct	2022	2023	同比-pct	2022	2023	同比-pct	2022	2023	同比-pct
动力煤	甘肃能化	12.0	13.2	1.1	0.8	1.0	0.2	9.3	11.1	1.8	1.9	1.1	-0.8
	电投能源	4.3	4.2	-0.2	0.2	0.2	0.0	3.0	3.4	0.4	1.1	0.5	-0.6
	郑州煤电	18.0	18.7	0.7	1.5	1.6	0.1	12.2	13.5	1.3	4.2	3.6	-0.7
	兖矿能源	10.0	13.5	3.5	3.2	3.3	0.2	4.3	7.6	3.3	2.5	2.6	0.1
	安源煤业	5.4	6.7	1.3	0.5	0.6	0.1	2.2	3.0	0.8	2.7	3.1	0.4
	大有能源	14.7	21.6	6.9	1.2	2.1	0.9	10.9	16.3	5.4	2.6	3.3	0.7
	山煤国际	6.4	7.9	1.5	1.2	1.5	0.3	4.2	5.8	1.6	1.0	0.6	-0.4
	恒源煤电	13.4	15.1	1.8	0.6	0.8	0.2	12.7	13.9	1.2	0.1	0.4	0.4
	晋控煤业	5.7	8.3	2.6	0.9	0.8	-0.1	3.3	6.6	3.3	1.5	0.9	-0.6
	中国神华	4.3	4.0	-0.3	0.1	0.1	0.0	4.0	3.7	-0.2	0.3	0.1	-0.1
	昊华能源	11.2	14.3	3.1	1.5	1.8	0.3	6.1	8.3	2.2	3.6	4.2	0.6
	陕西煤业	4.7	5.3	0.5	0.5	0.5	0.0	4.6	5.0	0.4	-0.4	-0.2	0.1
	中煤能源	4.8	5.4	0.6	0.4	0.5	0.1	2.7	3.3	0.6	1.7	1.6	-0.1
	新集能源	12.4	10.8	-1.7	0.5	0.5	0.0	6.6	6.1	-0.5	5.4	4.2	-1.2
广汇能源	4.0	3.4	-0.6	0.5	0.4	-0.1	1.7	1.4	-0.3	1.7	1.5	-0.2	
炼焦煤	冀中能源	8.9	13.9	5.0	0.5	0.7	0.2	7.0	10.8	3.8	1.4	2.5	1.1
	山西焦煤	9.7	11.8	2.1	0.6	0.8	0.2	7.3	9.6	2.2	1.8	1.4	-0.4
	永泰能源	10.9	12.9	2.0	0.3	0.3	0.0	3.7	5.6	1.9	6.9	7.0	0.1
	盘江股份	16.3	16.2	-0.1	0.2	0.2	0.1	14.8	14.1	-0.7	1.3	1.8	0.5
	上海能源	9.1	7.1	-1.9	0.3	0.3	0.1	8.2	6.3	-1.9	0.6	0.6	-0.1
	淮北矿业	9.9	8.7	-1.2	0.3	0.3	0.0	8.7	7.4	-1.3	0.9	1.1	0.2
	开滦股份	6.4	7.0	0.6	1.2	1.0	-0.1	4.3	5.4	1.1	0.9	0.6	-0.3
	平煤股份	8.4	10.5	2.1	0.7	0.8	0.1	4.4	5.3	0.9	3.3	4.4	1.2
	辽宁能源	11.0	12.0	1.0	0.6	0.8	0.2	6.8	7.9	1.1	3.5	3.3	-0.2
	潞安环能	10.6	12.3	1.8	0.3	0.4	0.0	8.9	12.0	3.1	1.3	-0.1	-1.4
神火股份	4.8	4.4	-0.4	0.8	0.9	0.1	2.2	3.3	1.1	1.8	0.2	-1.6	
无烟煤	兰花科创	14.1	11.3	-2.8	0.9	0.8	-0.1	10.9	9.2	-1.7	2.3	1.3	-1.0
	华阳股份	6.3	9.5	3.2	0.3	0.4	0.1	4.5	7.7	3.2	1.4	1.4	0.0
	平均	9.2	10.4	1.2	0.7	0.8	0.1	6.4	7.6	1.2	2.0	1.9	-0.2
	剔除神华	9.4	10.6	1.2	0.8	0.9	0.1	6.5	7.8	1.3	2.1	2.0	-0.2

资料来源：wind、国海证券研究所

1.6、行业盈利指标同比下降

从销售毛利率来看，28 家煤炭上市公司 2023 年平均值为 32.3%，同比下降 5.0 个百分点，其中有 5 家公司毛利率同比有所提升；从销售净利率来看，28 家煤炭上市公司 2023 年平均值为 14.0%，同比下降 4.0 个百分点，其中有 5 家公司净利率同比有所提升；从 ROE 来看，28 家煤炭上市公司 2023 年平均值为 13.2%，同比下降 10.3 个百分点，其中有 2 家公司 ROE 同比有所提升。

图 22: 28 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		
		2022	2023	同比-pct	2022	2023	同比-pct	2022	2023	同比-pct
动力煤	甘肃能化	46.9	35.9	-11.1	26.1	15.5	-10.6	28.3	12.8	-15.5
	电投能源	31.4	31.8	0.4	17.6	18.7	1.1	18.2	16.2	-2.0
	郑州煤电	35.9	30.6	-5.2	7.2	5.0	-2.1	4.2	2.0	-2.2
	兖矿能源	40.9	40.6	-0.3	19.6	18.1	-1.5	38.7	21.9	-16.8
	安源煤业	5.2	5.9	0.6	-0.8	-1.7	-0.9	-12.4	-21.7	-9.4
	大有能源	45.0	18.5	-26.5	21.5	-6.9	-28.3	19.3	-6.1	-25.5
	山煤国际	44.8	39.1	-5.7	23.7	18.2	-5.5	52.1	28.5	-23.6
	恒源煤电	50.8	47.0	-3.8	29.9	26.1	-3.8	23.2	16.7	-6.5
	晋控煤业	50.0	50.0	0.0	27.4	29.4	1.9	23.0	20.9	-2.1
	中国神华	39.0	35.9	-3.1	23.7	20.3	-3.4	18.1	14.9	-3.2
	昊华能源	54.7	52.7	-2.1	23.4	20.3	-3.2	13.4	9.6	-3.7
	陕西煤业	45.0	37.9	-7.1	31.8	21.0	-10.8	35.3	20.7	-14.6
	中煤能源	25.1	25.1	-0.1	11.5	13.3	1.8	14.9	14.2	-0.7
	新集能源	42.4	39.7	-2.7	19.5	18.7	-0.7	19.6	16.8	-2.7
广汇能源	28.6	16.3	-12.3	18.8	8.0	-10.8	45.1	18.2	-26.9	
炼焦煤	冀中能源	32.0	36.8	4.8	14.5	23.1	8.6	21.4	22.7	1.2
	山西焦煤	42.2	37.7	-4.5	20.3	15.2	-5.1	36.7	18.7	-18.0
	永泰能源	21.5	27.4	5.9	4.6	8.3	3.7	4.4	5.0	0.6
	盘江股份	40.6	29.2	-11.3	18.9	7.9	-11.0	22.2	6.4	-15.8
	上海能源	34.5	22.6	-12.0	13.6	8.9	-4.7	15.4	7.8	-7.5
	淮北矿业	23.2	18.9	-4.3	10.3	8.1	-2.2	23.1	17.6	-5.5
	开滦股份	16.3	14.1	-2.1	5.9	3.3	-2.6	13.3	7.8	-5.5
	平煤股份	34.4	31.5	-2.9	17.1	13.5	-3.7	29.2	14.2	-15.0
	辽宁能源	26.1	18.5	-7.6	2.9	0.4	-2.5	3.7	0.4	-3.3
	潞安环能	55.9	47.7	-8.2	28.8	21.5	-7.3	34.0	16.4	-17.6
神火股份	31.3	26.4	-4.9	20.1	17.9	-2.2	57.5	33.6	-23.9	
无烟煤	兰花科创	54.5	41.7	-12.8	23.3	17.4	-5.9	22.6	13.1	-9.5
	华阳股份	46.4	44.9	-1.5	22.7	21.2	-1.5	31.4	19.5	-11.9
平均		37.3	32.3	-5.0	18.0	14.0	-4.0	23.4	13.2	-10.3
剔除神华		37.2	32.2	-5.1	17.8	13.7	-4.1	23.6	13.1	-10.5

资料来源: wind、国海证券研究所

1.7、经营性现金流出现下降，负债水平不断改善

经营性现金流及负债方面: 28 家煤炭上市公司 2023 年经营性现金流合计为 3050 亿元, 同比下降 1485 亿元, 下降 33%; 有息负债合计为 4640 亿元, 同比下降 3%。资产负债率平均为 51.9%, 同比下降 2.5 个百分点; 如果剔除掉中国神华, 27 家煤炭上市公司 2023 年经营性现金流合计为 2153 亿元, 同比下降 1285 亿元, 减少 37%; 有息负债合计为 4200 亿元, 同比下降 0.8%。资产负债率平均为 52.9%, 同比下降 2.5 个百分点。

图 23: 28 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		
		2022	2023	同比	2022	2023	同比	2022	2023	同比-pct
动力煤	甘肃能化	5065	1850	-63%	5610	5903	5%	51.0	46.7	-4.3
	电投能源	8504	6871	-19%	9467	8373	-12%	35.1	29.3	-5.9
	郑州煤电	1180	244	-79%	2591	2299	-11%	80.7	78.9	-1.8
	兖矿能源	53450	16168	-73%	75649	99293	31%	56.7	66.6	9.9
	安源煤业	202	62	-69%	4503	4194	-7%	94.7	95.5	0.8
	大有能源	3093	478	-85%	5532	6130	11%	61.2	64.7	3.5
	山煤国际	13496	5985	-58%	7196	5549	-23%	58.7	49.5	-9.2
	恒源煤电	2990	3577	20%	2229	1944	-13%	42.9	40.3	-2.6
	晋控煤业	5638	6169	9%	9850	4714	-52%	49.8	35.3	-14.5
	中国神华	109734	89687	-18%	56937	44046	-23%	26.1	24.1	-2.0
	昊华能源	4207	3655	-13%	8762	8892	1%	54.0	51.4	-2.6
	陕西煤业	56139	38598	-31%	7253	5127	-29%	35.9	36.0	0.1
	中煤能源	43634	42965	-2%	84230	72944	-13%	51.5	47.7	-3.8
	新集能源	3007	3796	26%	13216	13931	5%	63.2	59.2	-4.0
	广汇能源	10146	6598	-35%	19471	20527	5%	53.5	51.6	-2.0
炼焦煤	冀中能源	5505	4590	-17%	14244	16338	15%	51.6	51.0	-0.6
	山西焦煤	16915	13697	-19%	13865	10007	-28%	55.0	48.5	-6.5
	永泰能源	6443	7025	9%	25996	24086	-7%	54.2	52.2	-2.0
	盘江股份	3535	1446	-59%	7069	12131	72%	58.1	64.5	6.4
	上海能源	3817	1383	-64%	1407	2167	54%	37.2	36.7	-0.5
	淮北矿业	16669	13031	-22%	16610	12334	-26%	54.8	52.2	-2.5
	开滦股份	4041	564	-86%	4851	5881	21%	45.8	45.9	0.1
	平煤股份	10920	6110	-44%	18413	22069	20%	66.6	62.5	-4.1
	辽宁能源	1669	768	-54%	4749	3933	-17%	64.5	61.5	-3.0
	潞安环能	33769	8852	-74%	6005	2362	-61%	48.1	43.0	-5.0
神火股份	14061	11190	-20%	27086	21183	-22%	65.0	57.9	-7.0	
无烟煤	兰花科创	5699	2673	-53%	8500	8112	-5%	49.6	46.1	-3.5
	华阳股份	9970	6938	-30%	19133	19549	2%	57.6	55.1	-2.6
	合计/平均	453497	304969	-33%	480424	464018	-3%	54.4	51.9	-2.5
	剔除神华	343763	215282	-37%	423487	419972	-1%	55.4	52.9	-2.5

资料来源: wind、国海证券研究所

1.8、应收账款周转天数同比上涨, 存货周转天数同比持平

应收账款方面, 2023 年 28 家煤炭上市公司应收账款周转天数同比上涨, 回款能力有所走弱, 2023 年 28 家煤炭上市公司应收账款周转天数平均为 22 天, 同比增长 2 天, 同比增幅 13.7%; **存货周转方面**, 存货周转天数 20 天, 同比持平。

图 24：28 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		
		2022	2023	同比	2022	2023	同比
动力煤	甘肃能化	15	28	82.5%	23	40	72.3%
	电投能源	29	23	-22.2%	36	40	9.2%
	郑州煤电	97	84	-13.8%	26	17	-32.3%
	兖矿能源	11	16	41.9%	26	34	27.9%
	安源煤业	23	39	67.8%	3	4	16.1%
	大有能源	33	49	47.1%	14	14	1.5%
	山煤国际	9	9	0.3%	18	12	-33.2%
	恒源煤电	5	5	-3.9%	42	36	-14.7%
	晋控煤业	26	19	-24.3%	15	16	2.8%
	中国神华	11	12	8.1%	21	20	-3.7%
	昊华能源	7	2	-69.1%	8	9	6.1%
	陕西煤业	10	6	-44.3%	14	10	-22.9%
	中煤能源	13	14	11.2%	23	28	20.8%
	新集能源	26	28	8.8%	19	18	-5.5%
广汇能源	11	11	0.7%	15	10	-29.6%	
炼焦煤	冀中能源	22	43	92.2%	16	27	72.0%
	山西焦煤	14	18	28.6%	28	21	-24.4%
	永泰能源	29	37	28.5%	13	17	27.7%
	盘江股份	10	14	35.7%	17	17	0.1%
	上海能源	9	11	14.1%	16	16	-1.3%
	淮北矿业	9	9	4.5%	20	21	4.1%
	开滦股份	20	20	-0.6%	21	20	-0.4%
	平煤股份	23	33	44.6%	8	7	-11.2%
	辽宁能源	35	33	-5.3%	16	11	-33.2%
	潞安环能	23	28	22.3%	16	20	22.2%
神火股份	5	7	50.4%	36	40	10.9%	
无烟煤	兰花科创	2	4	47.8%	30	23	-22.5%
	华阳股份	21	24	11.9%	14	18	29.1%
	平均	20	22	13.7%	20	20	2.1%
	剔除神华	20	23	13.8%	20	20	2.4%

资料来源：wind、国海证券研究所

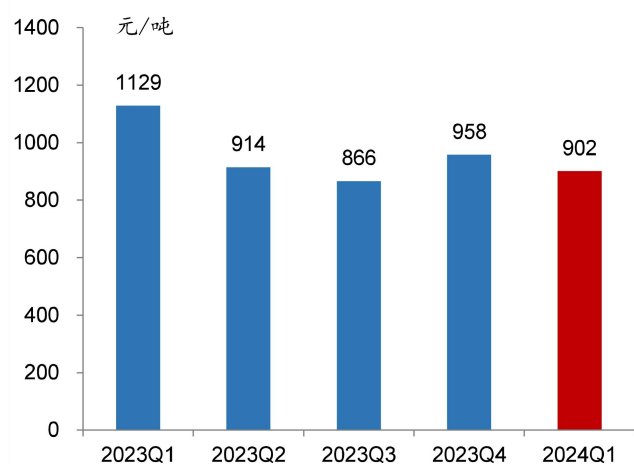
2、2024 年一季度：非电需求相对偏弱下煤价小幅回调，主要上市煤企业绩同比下降

2.1、国内产量下降，进口量增长放缓，火电需求相对可观

在国家政策端从“增产保供”转为“稳产保供”，安检力度空前，停产整顿频出影响下，2024年一季度，全国煤炭产量下降，1-3月原煤11.1亿吨，同比下降4.1%，进口量1.2亿吨，同比增长13.9%。而下游需求结构分化，火电偏好但钢铁水泥较弱，前3个月火电产量同比增长6.6%，水泥产量同比下降11.8%，粗钢产量同比下降1.9%。

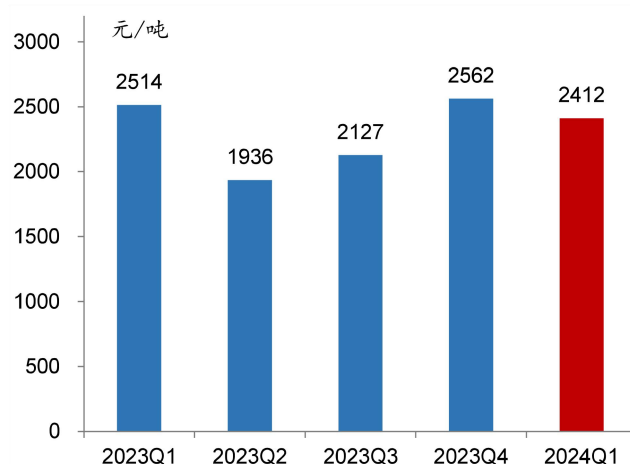
煤价同比回调，当前处于磨底阶段。分煤种以及均价水平来看，2024Q1年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为902元/吨，同比下降20.1%；2024Q1年京唐港主焦煤（山西产）均价为2412元/吨，同比下降4.1%。煤价经过前期的进一步下探后，目前处于磨底阶段，当前港口动力煤二季度均价816元/吨（截至4月29日），港口焦煤二季度均价在2037元/吨。

图 25: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨)



资料来源: wind、国海证券研究所

图 26: 京唐港主焦煤均价 (单位: 元/吨)



资料来源: wind、国海证券研究所

2.2、业绩同比仍有下降，主因系煤价下跌所致

我们重点关注的 28 家煤炭上市公司，2024Q1 年合计实现营业收入 3399 亿元，同比下降 16%；合计实现归属母公司净利润 435 亿元，同比下降 28%；合计实现扣非后归属母公司净利润 443 亿元，同比下降 33%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司，2024Q1 合计实现归属母公司净利润 278 亿元，同比下降 42%，我们判断业绩同比下降主要是由于煤价下跌所致。

图 27: 28 家煤炭上市公司一季度营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

	营业收入				归母净利润				扣非归母净利润			
	2023Q4	2024Q1	同比	环比	2023Q4	2024Q1	同比	环比	2023Q4	2024Q1	同比	环比
动力煤												
甘肃能化	2,653	2,822	-11%	6%	178	536	-44%	201%	155	529	-44%	241%
电投能源	7,115	7,345	7%	3%	975	1,944	20%	99%	853	1,914	21%	124%
郑州煤电	1,193	1,138	-3%	-5%	130	34	-50%	-74%	125	33	-47%	-74%
兖矿能源	14,987	39,633	-21%	164%	4,614	3,757	-42%	-19%	4,342	3,667	-35%	-16%
安源煤业	1,968	1,146	-31%	-42%	-124	-97	-271%	21%	-127	-95	-266%	25%
大有能源	869	1,409	-30%	62%	-680	-270	-186%	60%	-559	-269	-188%	52%
山煤国际	8,472	6,356	-40%	-25%	278	583	-66%	110%	351	603	-65%	72%
恒源煤电	1,819	2,051	-8%	13%	403	431	-29%	7%	369	433	-28%	17%
晋控煤业	4,087	3,658	-2%	-10%	1,136	780	10%	-31%	1,035	784	10%	-24%
中国神华	90,607	87,647	1%	-3%	11,425	15,884	-15%	39%	15,057	16,460	-11%	9%
昊华能源	2,317	2,413	8%	4%	29	452	5%	1446%	53	450	5%	757%
陕西煤业	43,440	40,449	-10%	-7%	5,059	4,652	-33%	-8%	5,684	5,354	-26%	-6%
中煤能源	36,760	45,395	-23%	23%	2,846	4,970	-31%	75%	2,795	4,892	-31%	75%
新集能源	3,153	3,058	6%	-3%	189	598	1%	217%	157	582	0%	272%
广汇能源	11,906	10,041	-49%	-16%	323	807	-73%	150%	713	774	-74%	9%
炼焦煤												
冀中能源	3,974	5,333	-33%	34%	1,028	708	-74%	-31%	659	704	-42%	7%
山西焦煤	14,826	10,552	-28%	-29%	1,133	950	-62%	-16%	1,145	896	-64%	-22%
永泰能源	8,141	7,321	4%	-10%	642	467	11%	-27%	742	471	12%	-37%
盘江股份	1,784	1,949	-32%	9%	-40	21	-94%	153%	-81	3	-99%	103%
上海能源	2,480	2,320	-26%	-6%	-359	303	-64%	184%	-361	300	-64%	183%
淮北矿业	17,849	17,322	-9%	-3%	1,166	1,590	-25%	36%	1,004	1,565	-25%	56%
开滦股份	5,802	5,372	-14%	-7%	100	209	-49%	109%	98	198	-51%	102%
平煤股份	8,465	8,244	-4%	-3%	865	740	-35%	-14%	950	755	-26%	-20%
辽宁能源	1,546	1,574	-20%	2%	-39	83	-71%	309%	-74	85	-70%	215%
潞安环能	10,124	8,659	-27%	-14%	652	1,288	-62%	97%	647	1,285	-62%	99%
神火股份	8,996	8,223	-14%	-9%	1,803	1,091	-29%	-40%	1,772	1,013	-34%	-43%
无烟煤												
兰花科创	3,680	2,262	-25%	-39%	299	135	-83%	-55%	347	134	-83%	-61%
华阳股份	6,867	6,158	-27%	-10%	908	867	-50%	-4%	846	780	-55%	-8%
合计	325,881	339,851	-16%	4%	34,940	43,513	-28%	25%	38,697	44,299	-33%	14%
剔除神华	235,274	252,204	-21%	7%	23,515	27,629	-35%	17%	23,640	27,839	-42%	18%

资料来源: wind、国海证券研究所

3、投资策略: 持续看好行业投资机会

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更好选择。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, 同时油价维持在中高位, 煤化工项目的建设和生产积极性都有提升, 未来若干年煤炭需求或将持续提升。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, 行业供给约束的能力依然没变。我们预计未来若干年, 煤炭行业依然维持紧平衡状态, 煤炭行业资产质量高, 账上现金流充沛, 煤炭上市公司呈现“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”五高特征, 建议淡化煤价短期波动, 把握煤炭板块价值属性, 维持行业“推荐”评级。

当前位置，冶金煤优先建议关注：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）；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）；**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）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）。**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	2024/4/30 股价	EPS			PE			投资 评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601088.SH	中国神华	39.83	3.00	3.06	3.18	13.3	13.0	12.5	买入
601225.SH	陕西煤业	24.53	2.19	2.25	2.34	11.2	10.9	10.5	买入
600188.SH	兖矿能源	23.10	2.74	2.49	2.70	8.4	9.3	8.6	买入
601898.SH	中煤能源	11.76	1.47	1.54	1.57	8.0	7.7	7.5	买入
600546.SH	山煤国际	14.31	2.15	1.79	1.92	6.7	8.0	7.5	买入
600256.SH	广汇能源	7.39	0.80	0.77	0.97	9.3	9.6	7.6	买入
601699.SH	潞安环能	21.14	2.65	2.20	2.40	8.0	9.6	8.8	买入
000983.SZ	山西焦煤	10.50	1.23	0.97	1.06	8.5	10.8	9.9	买入
600348.SH	华阳股份	9.45	1.44	1.11	1.27	6.6	8.5	7.4	买入
000933.SZ	神火股份	21.71	2.65	2.78	2.94	8.2	7.8	7.4	买入
600985.SH	淮北矿业	19.24	2.51	2.38	2.48	7.7	8.1	7.8	买入
601666.SH	平煤股份	13.20	1.73	1.58	1.80	7.6	8.3	7.3	买入
600123.SH	兰花科创	9.03	1.41	0.92	1.04	6.4	9.8	8.7	买入
601918.SH	新集能源	8.98	0.81	0.91	0.97	11.0	9.9	9.2	买入
601001.SH	晋控煤业	15.89	1.97	2.09	2.19	8.1	7.6	7.3	买入
000552.SZ	甘肃能化	3.52	0.37	0.34	0.40	9.5	10.4	8.8	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，7年以上行业经验

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

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1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视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。