

煤炭

2023 年报及 2024 年一季报综述 领先大市-A(维持)

煤企盈利维持高位，分红率提升

2024 年 5 月 10 日

行业研究/行业分析

煤炭板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证煤炭】年报逐步收官，关注下游需求恢复-【山证煤炭】行业周报 (20240422-20240428)：2024.4.29

【山证煤炭】煤炭进口数据拆解:3月煤炭进口显著放缓 2024.4.25

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

投资要点：

➢ 行业基本面观察：2023 年煤炭保供政策延续叠加进口超预期，国内煤炭供给同比增加；2024Q1 产量同比回落。2023 年全国煤炭产量实现 46.58 亿吨，较去年同比上涨 3.62%。由于下半年安全监察趋严等因素影响，全年产量增速先高后低形态，2023 年 Q3、Q4 产量增速相比上半年大幅降低。2024 年以来安监延续，2024Q1 产量 11.06 亿吨，同比降低 4.12%。从结构上看，2023 年贡献增量主要的区域仍为山西、新疆、内蒙古、陕西四个产区，四地区合计增量 1.46 亿吨，占全部增量的 89.55%。2023 年中国煤及褐煤进口量实现 4.74 亿吨，同比增加 61.81%；2024Q1 煤及褐煤进口量 1.16 亿吨，同比 +13.9%，但环比-8.57%，内外贸价差低位下进口增量有限。2023 年山西优混 Q5500 市场均价为 972 元/吨，同比降低 23.37%，但比十三五期间均价仍高出 83.18%；2024Q1 均价 908 元/吨，同比-20.20%，环比-6.26%，仍处于相对历史高位。炼焦煤价格中枢也有所回落，但价格韧性较强。2023 年京唐港主焦煤均价为 2283 元/吨，同比-19.62%；2024Q1 京唐港主焦煤均价 2412 元/吨，同比-4.06%，环比-5.86%，有所回落。

➢ 报表总结：2023 年样本公司煤炭产销量同比以增加为主，但受煤价下行及成本刚性影响，板块归母净利润同比回落，但仍处高位，同时，分红比例进一步提高；2024Q1 煤价弱势震荡，归母净利润同比回落为主。25 家样本煤炭上市公司合计实现煤炭产量 12.01 亿吨，同比增长 7.03%，增幅较上年增加 4.35 个百分点，高于全国煤炭产量增幅；实现煤炭销量 14.19 亿吨，同比增长 7.22%。受煤价下行，但成本刚性影响，煤炭公司平均实现吨煤毛利有所降低，25 家样本公司平均吨煤毛利（简单平均）为 271 元/吨，同比减少 25.92%。25 家煤炭上市公司平均吨煤净利为 88.87 元/吨，同比减少 43.27%。2023 年吨煤毛利与吨煤净利仍高出“十三五”期间平均水平 71.84% 和 108.27%，仍处于历史较好盈利能力时期。2024 年 Q1 煤炭采选板块营收合计 3161.54 亿元，同比-12.61%；实现归母净利润合计 400.17 亿元，同比-34.31%，但相对也处于高位。同时，随着煤炭行业盈利改善，2016 年以来煤炭上市公司分红意愿及分红比例持续提升。2023 年剔除神华后的 24 家公司合计分红金额 626.16 亿元，同比降低 23.69%，但分红比例约为 53.24%，同比提高 4.59 个百分点。

➢ 指标排名：煤炭产、销量以增为主，营收及盈利普遍回落。2023 年，受煤炭保供政策延续影响，叠加前期核增产能及新增产能释放影响，煤炭上市公司煤炭产销量普遍增长。但煤价中枢回落，煤炭上市公司营收以下降为主，





煤炭上市公司盈利能力也有所下降。2023 年报样本公司业绩同比回落为主；从营业总收入增长幅度来看，2023 年排名前五的公司分别为新集能源、淮北矿业、陕西煤业、中国神华和郑州煤电；2023 年归母净利润录得净增长的有永泰能源、冀中能源、晋控煤业、中煤能源和新集能源；2024Q1 排名靠前且盈利为正的公司分别为永泰能源、晋控煤业、昊华能源和新集能源。2023 年报及 2024Q1 录得归母净利润为亏损的公司有三家，分别为新大洲 A、安源煤业和大有能源。

➤ **投资策略：**整体来看，我们认为 2024 年煤炭供需关系很难进一步宽松，随着迎峰度夏旺季到来，预计国内煤炭价格进一步回落空间不大；且后期地产、基建等稳经济政策仍存边际改善预期，煤炭需求刚性较强。从板块投资价值角度来看，随着市值管理地位提高叠加低利率环境预期长期存在，“高股息+央企”估值后期仍有望提升，因此我们维持“领先大市”评级。建议关注以下标的：1、炼焦煤底部确认，后续有望偏强运行，山西区域产量有望加速释放，关注【潞安环能】、【山煤国际】、【山西焦煤】、【平煤股份】、【淮北矿业】、【恒源煤电】；2、利率环境未明显转变，当前时点更看好“高股息+煤电一体化”，关注【新集能源】、【中国神华】。

风险提示：经济衰退；供给释放超预期；进口超预期；海外煤价大幅下跌；安全、环保风险及其他扰动因素。

目录

1. 行业基本面观察：煤价中枢回落，但仍处相对高位.....	6
1.1 供给：2023 年产量增速先高后低，2024Q1 同比回落.....	6
1.2 需求：电需为主，煤炭消费整体增长.....	7
1.3 进口：国内经济率先复苏，进口煤炭大幅增加.....	8
1.4 价格：煤价中枢整体回落，但仍处相对高位.....	10
2. 报表总结：2023 年报及 2024Q1 盈利回落但维持相对高位.....	13
2.1 2023 年及 2024Q1 板块归母净利同比回落，但仍处高位.....	13
2.2 产、销量同比增长，价格回落吨煤毛利降低.....	14
2.3 平均吨煤毛利随售价有所降低.....	15
2.4 分红比例有所提高.....	16
2.5 盈利质量仍较好，资产负债表进一步修复.....	17
3. 指标排名：煤炭产、销量以增为主，营收及盈利普遍回落.....	18
4. 投资策略：超预期因素或来自需求，受益标的值得关注.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1： 2023 年国内煤炭产量及增速.....	6
图 2： 2023 年国内煤炭月度产量及同比、环比增速.....	6
图 3： 2023 年火电产量及同比增速.....	7
图 4： 2023 年水泥产量及同比增速.....	7
图 5： 2023 年焦炭产量及增速.....	8
图 6： 2023 年生铁产量增速转正.....	8
图 7： 2023 年煤炭进口量及增速.....	9

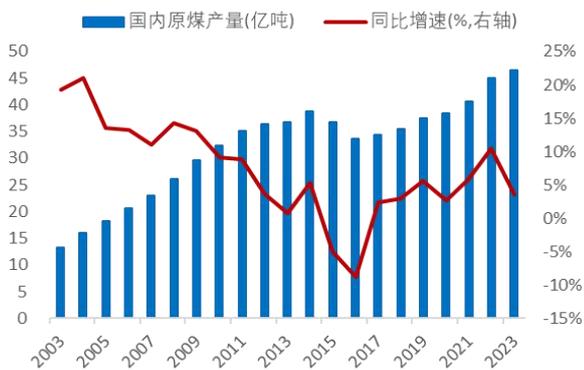
图 8: 2023 年分煤种进口量.....	9
图 9: 分国别动力煤进口量 (万吨)	9
图 10: 分国别炼焦煤进口量 (万吨)	9
图 11: 山西优混 Q5500 市场价走势.....	10
图 12: 山西优混均价走势.....	10
图 13: 2023 年炼焦煤内外贸价格及价差.....	11
图 14: 2023 年炼焦煤价格中枢有所回落.....	11
图 15: 2023 年焦炭价格中枢回落.....	11
图 16: 2023 年焦炭利润维持偏低水平.....	11
图 17: 2011-2023 年中信煤炭开采洗选板块平均销售毛利率与净利率.....	14
图 18: 2015-2023 煤炭上市公司产、销量及增速.....	14
图 19: 2015-2023 年 25 家样本煤炭上市公司平均吨煤售价及吨煤成本.....	15
图 20: 2015-2023 年样本煤炭上市公司 (25 家) 平均吨煤毛利和净利.....	16
图 21: 2015-2023 年煤炭上市公司分红金额及分红比例.....	16
图 22: 2011-2023 中信煤炭板块应收账款及应收票据占营业收入比重.....	17
图 23: 2011-2023 中信煤炭板块经营现金流量净额/归母净利润.....	17
图 24: 2011-2023 煤炭上市公司资产负债率.....	18
表 1: 2023 年分省份煤炭产量、增速及增量贡献率.....	7
表 2: 煤炭板块利润表 (中信煤炭开采洗选板块合计) 单位: 亿元, %.....	13
表 3: 2023 煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位: 万吨, %.....	19
表 4: 2023 年报及 2024Q1 煤炭上市公司营业总收入及增速 单位: 亿元, %.....	20
表 5: 2023 年报及 2024Q1 煤炭上市公司归母净利润及增速 单位: 亿元, %.....	20

1. 行业基本面观察：煤价中枢回落，但仍处相对高位

1.1 供给：2023 年产量增速先高后低，2024Q1 同比回落

2023 年煤炭保供政策延续，国内产量供给继续增加。2023 年全国煤炭产量实现 46.58 亿吨，较去年同比上涨 3.62%，全年煤炭产量增加 1.63 亿吨，但增速及增量较 2022 年均大幅减少。同时，由于下半年安全监察趋严等因素影响，全年产量增速先高后低形态，2023 年 Q3、Q4 产量增速同比分别为 3.81%、3.62%，相比上半年大幅降低。2024 年以来安监延续，2024Q1 产量 11.06 亿吨，同比降低 4.12%。

图 1：2023 年国内煤炭产量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：2023 年国内煤炭月度产量及同比、环比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

供给结构进一步向西部集中，内地产量有所增加，但后劲不足。从结构上看，2023 年贡献增量主要的区域仍为山西、新疆、内蒙古、陕西四个产区，分别贡献产量增量 4944 万吨、4390 万吨、3690 万吨和 1532 万吨，占全部增量的比例分别为 30.41%、27.01%、22.70%和 9.43%，四地区合计增量 1.46 亿吨，占全部增量的 89.55%，即国内煤炭供给结构向西部集中的趋势加剧。同时，由于保供政策，内地省份产量有所增长，除晋陕蒙贵新以外的其他省份煤炭产量合计增长 1390 万吨，增速 8.55%，但由于资源禀赋矛盾，我们认为其非主产区以外煤炭产量增长难以持续，2024Q1 非主产区煤炭产量同比降低 1.08%。另外，2024 年需关注主产区开采力度下降问题，如根据《2024 年山西省煤炭稳产保供工作方案》，山西省全年煤炭生产计划 13 亿吨，较 2023 年实际产量减少约 5600 万吨，幅度约 4.13%。同时，2024 年以来煤炭价格中枢下行，后期新疆煤炭外运或将受限，关注其对国内煤炭供应的影响。2024 年 Q1 全国煤炭产量

实现 11.06 亿吨，同比下降-4.12%；其中山西累计 2.72 亿吨，同比下降 18.47%。

表 1：2023 年分省份煤炭产量、增速及增量贡献率

省份	当年产量 (万吨)	上年产量 (万吨)	增速 (%)	增量(万 吨)	增量贡献 (%)
全国合计	465838	449584	3.62%	16254	100.00%
山西	135658	130715	3.78%	4944	30.41%
内蒙古	121099	117410	3.14%	3690	22.70%
陕西	76137	74605	2.05%	1532	9.43%
新疆	45673	41282	10.63%	4390	27.01%
贵州	13122	12814	2.41%	309	1.90%
其他省份	74149	72760	1.91%	1390	8.55%

资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 需求：电需为主，煤炭消费整体增长

2023 年火电发电量增速上行，仍是煤炭消费主力。受 2023 年疫情结束，经济复苏启动影响，我国火电发电量实现 62318 亿千瓦时，同比增长 6.47%，比 2022 年提高 5 个百分点，说明我国电力需求增速仍强，火电需求达峰尚需时日。2023 年火电发电量占比 69.95%，同比提高近 0.2 个百分点，仍是我国电力市场主要构成，是能源保供的“稳定器”。2024 以来我国经济稳步复苏，2024Q1 我国发电量累计 16028 亿千瓦时，同比增长 7.2%。

图 3：2023 年火电产量及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：2023 年水泥产量及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

地产弱势延续，但制造业需求复苏，钢铁产量增长提振煤炭需求。2023 年国内水泥产量

实现 20.23 亿吨，同比降 0.7%；主要受地产复苏较慢等因素影响。但受制造业增速仍强，叠加出口增加影响，国内钢铁产量实现增长，2023 年制造业固定资产投资增速 6.5%，维持较高水平；钢材出口合计 9026.4 万吨，同比增长 34.08%，需求增加带动国内钢铁及下游产品产量增长，2023 年国内焦炭产量实现 4.93 亿吨，同比增 4.05%；生铁产量实现 8.71 亿吨，同比增加 0.83%；钢材产量实现 13.63 亿吨，同比+1.67%。2024Q1 水泥、焦炭、生铁产量同比增速分别为-11.8%、-0.5%和-2.9%；地产弱势对下游仍有所制约，但随着稳经济措施效果显现，预期后期下游需求将有所改善。

图 5：2023 年焦炭产量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：2023 年生铁产量增速转正



资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 进口：国内经济率先复苏，进口煤炭大幅增加

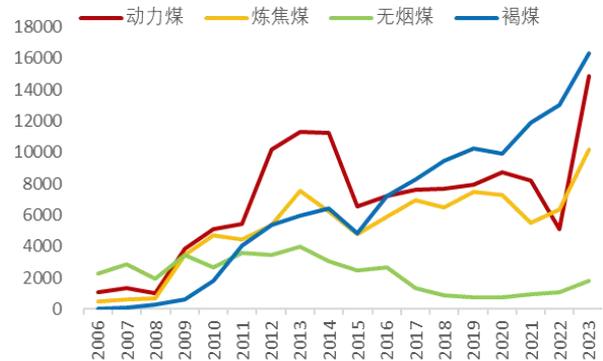
国际能源危机缓解，国内经济复苏带动进口煤需求。2023 年一方面国际能源价格尤其天然气中枢大幅下降，导致欧美煤炭需求下行，国际能源价格走低；另一方面，亚洲由于受地缘政治影响较小，通胀压力不大，中国、印度等国家经济率先复苏，国际煤炭贸易中心重新向亚洲转移；同时，需求导致国内煤炭价格回落小于海外，国内煤价尤其是动力煤价格与海外价差回正，导致进口煤炭同比大幅增加。2023 年中国煤及褐煤进口量实现 4.74 亿吨，同比增加 61.81%。从结构上看，进口增量也主要来自于动力煤，2023 年中国动力煤进口量为 1.49 亿吨，同比增加 191.72%。受海外煤价高位，贸易价差收窄甚至倒挂影响，预计 2024 年我国煤炭进口增量有限，2024Q1 煤及褐煤进口量 1.16 亿吨，同比+13.9%，但环比-8.57%。

图 7：2023 年煤炭进口量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：2023 年分煤种进口量

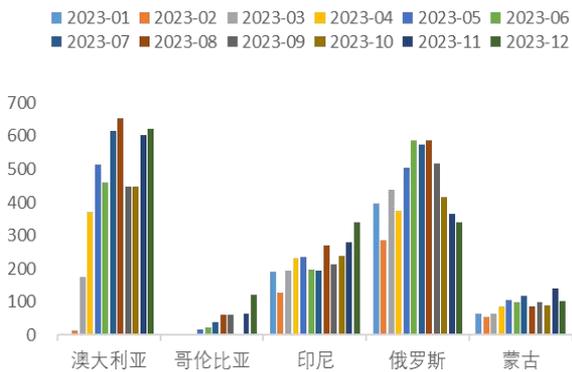


资料来源：wind，山西证券研究所

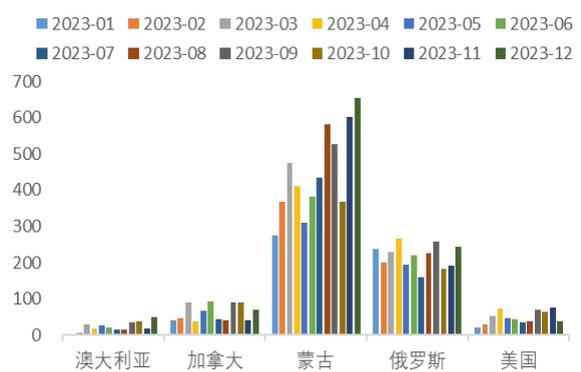
澳煤放开增加进口煤来源，俄煤增速降低。分国别看，从澳大利亚进口动力煤增速最为显著，其次为蒙古国、俄罗斯及印尼。主要原因为欧盟各国在地缘冲突效应减弱下，对煤炭采购需求下降，同时我国 3 月份放开澳洲动力煤进口，因此澳煤降价转口至中国市场销售量增加。进口蒙古动力煤方面，一方面由于煤炭进口零关税政策实施，另一方面由于蒙古动力煤价格低廉，可以用做配煤以此降低成本，全年进口增量也比较显著。炼焦煤方面，2023 年中国整体进口焦煤量呈上升趋势，其中，蒙古国和俄罗斯炼焦煤合计进口量为 8000.22 万吨，占总进口量 78.51%。一方面随着产地煤矿事故频发，安检形势不断升级，产地煤矿产量有所下滑，进口蒙古国和俄罗斯炼焦煤的补充作用愈加重要，另一方面由于其较高的性价比和运输优势，下游采购积极性仍然较高。相比之下，澳大利亚虽然于今年 4 月放开限制，但澳大利亚炼焦煤增量仍不明显，全年进口量仅为 278.93 万吨，占总进口量的 2.74%，主要原因是澳炼焦煤价格偏高，内外价差相差较大，进口优势不明显。

图 9：分国别动力煤进口量（万吨）

图 10：分国别炼焦煤进口量（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

1.4 价格：煤价中枢整体回落，但仍处相对高位

动力煤价格中枢回落，但仍处于相对高位。2023 年山西优混 Q5500 市场均价为 972 元/吨，同比降低 23.37%，但比十三五期间均价仍高出 83.18%，处于相对历史高位。分季度来看，Q1、Q2 走低，Q3、Q4 由于需求复苏逐步走高形态，其中一季度均价为 1137 元/吨，同比+0.59%；二季度均价为 929 元/吨，同比-25.25%；三季度均价为 871 元/吨，同比-30.77%；四季度均价为 968 元/吨，同比-32.8%，但环比+11.17%。2024 年以来，煤价窄幅波动，2024Q1 均价 908 元/吨，同比-20.20%，环比-6.26%。

图 11：山西优混 Q5500 市场价走势



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：山西优混均价走势



资料来源：wind，山西证券研究所

炼焦煤价格中枢也有所回落，但价格韧性较强。2023 年京唐港主焦煤均价为 2283 元/吨，同比-19.62%，有所回落；分季度来看，炼焦煤价格整体先抑后扬，其中一季度均价为 2514 元

/吨，同比-14.86%；二季度均价为 1936 元/吨，同比-39.74%；三季度均价为 2127 元/吨，同比变化-17.85%；四季度均价为 2562 元/吨，同比变化-2.19%。2024 年 Q1 海外焦煤价格上涨叠加国内供给受限，炼焦煤价格维持高位，2024Q1 京唐港主焦煤均价 2412 元/吨，同比-4.06%，环比-5.86%。

图 13：2023 年炼焦煤内外贸价格及价差



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：2023 年炼焦煤价格中枢有所回落



资料来源：wind，山西证券研究所

成本逻辑主导，焦炭价格先扬后抑，均价变化不大，利润维持偏低水平。2023 年天津港一级冶金焦价格均价为 2426 元/吨，同比变化-24.29%；由于焦煤成本约束及钢材价格下行影响，2023 年焦炭行业利润仍然较差，我们测算的上半年拟合焦化厂利润为-445 元/吨，下半年-649 元/吨，与去年同期相比基本持平，维持偏低水平。2024 年以来，受钢材价格上涨带动及焦化开工率下行影响，焦炭价格有所恢复，但由于焦煤成本制约，焦化盈利仍差。

图 15：2023 年焦炭价格中枢回落



图 16：2023 年焦炭利润维持偏低水平



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

2. 报表总结：2023 年报及 2024Q1 盈利回落但维持相对高位

2.1 2023 年及 2024Q1 板块归母净利润同比回落，但仍处高位

2023 年中信二级行业煤炭开采洗选板块上市公司合计收入 13233 亿元，同比-10.69%，实现合计归母净利润 1790 亿元，同比-23.75%；受煤价中枢逐步回落影响，分季度盈利能力逐步下降，2023Q1、Q2、Q3、Q4 分别合计实现收入 3618、3330、3285、3001 亿元，同比分别变化+2.06%、-12.96%、-12.20%和-16.71%；分别实现归母净利润 609、436、422、323 亿元，同比分别变化+7.30%、-47.81%、-27.49%和-16.42%。2024 年 Q1 煤炭采选板块营收合计 3161.54 亿元，同比-12.61%；实现归母净利润合计 400.17 亿元，同比-34.31%。

表 2：煤炭板块利润表（中信煤炭开采洗选板块合计） 单位：亿元，%

项目	2023A	2022A	YoY	2023Q1	QoQ	2023Q2	QoQ	2023Q3	QoQ	2023Q4	QoQ	2024Q1	QoQ
营业收入	13,233.23	14,816.55	-10.69%	3675.22	1.10%	3402.05	-13.57%	3348.14	-12.57%	3001.15	-16.72%	3161.54	-13.98%
营业成本	8,688.24	9343.80	-7.02%	2,407.84	1.82%	2,320.85	-5.18%	2,275.24	-7.70%	1,867.35	-14.87%	2180.57	-9.44%
毛利率	34.35%	36.94%	-7.02%	34.48%	-1.33%	31.78%	-15.96%	32.04%	-10.06%	37.78%	-3.45%	31.03%	-10.02%
营业费用	868.02	888.90	-2.35%	188.21	-2.25%	194.52	-4.33%	223.09	11.42%	262.21	-12.34%	193.91	3.03%
营业费用率	6.56%	6.00%	9.33%	5.12%	-3.31%	5.72%	10.69%	6.66%	27.44%	8.74%	5.26%	6.13%	19.77%
财务费用	157.23	197.61	-20.43%	35.88	-20.97%	34.84	-17.29%	44.40	13.99%	42.12	-41.99%	35.69	-0.52%
财务费用率	1.19%	1.33%	-10.91%	0.98%	-21.83%	1.02%	-4.30%	1.33%	30.37%	1.40%	-30.35%	1.13%	15.64%
利润总额	2,888.79	3714.05	-22.22%	928.89	2.89%	712.22	-42.38%	684.65	-27.18%	563.04	-15.54%	640.2	-31.08%
利润率	21.83%	25.07%	-12.91%	25.27%	1.78%	20.93%	-33.33%	20.45%	-16.71%	18.76%	1.42%	20.25%	-19.88%
所得税	621.00	776.87	-20.06%	181.82	-2.02%	161.47	-31.31%	143.50	-26.91%	134.21	-19.50%	131.19	-27.84%
有效税率	4.69%	5.24%	-10.50%	4.95%	-3.08%	4.75%	-20.53%	4.29%	-16.41%	4.47%	-3.33%	4.15%	-16.12%
净利润	2,267.80	2937.18	-22.79%	748.75	2.63%	552.80	-44.92%	543.31	-27.39%	428.83	-13.23%	509.01	-32.02%
销售净利率	17.14%	19.82%	-13.55%	20.37%	1.52%	16.25%	-36.27%	16.23%	-16.95%	14.29%	4.19%	16.10%	-20.97%

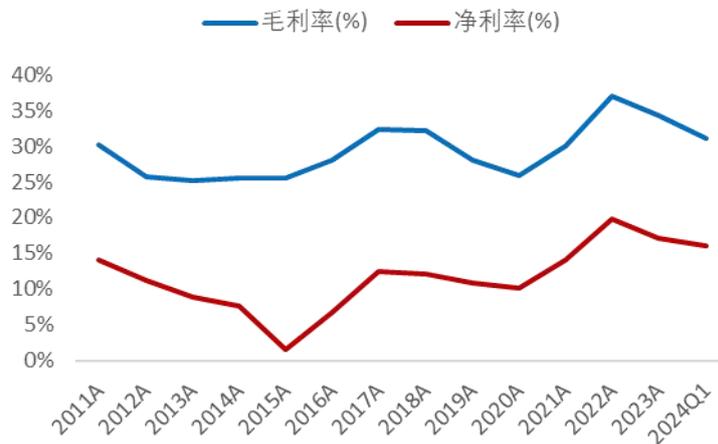
资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，行业毛利率在 2020 年达到本轮周期的底部后，在 2021-2022 年处于上升周期，2023 年毛利率及净利率有所回落，但仍处相对高位。2023 年煤炭价格中枢回落，中信二级行业煤炭开采洗选板块销售毛利率 34.35%，同比下降 2.59 个百分点；销售净利率 17.14%，



同比下降 2.69 个百分点。2024 Q1 煤价延续弱势震荡，煤炭采选板块盈利能力变化不大，销售毛利率 31.03%，同比降低 3.46 个百分点；销售净利率 16.10%，同比降低 4.27 个百分点。

图 17：2011-2023 年中信煤炭开采洗选板块平均销售毛利率与净利率

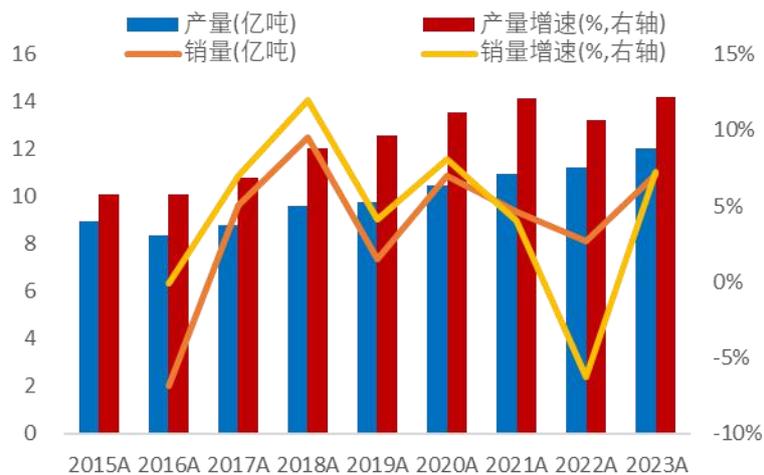


资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 产、销量同比增长，价格回落吨煤毛利降低

受保供要求延续、2021 年以来新增产能释放落地影响以及并购重组置入煤矿资产等因素影响，2023 年煤炭上市公司产、销量同比明显增长。25 家样本煤炭上市公司合计实现煤炭产量 12.01 亿吨，同比增长 7.03%，增幅较上年增加 4.35 个百分点，高于全国煤炭产量增幅；实现煤炭销量 14.19 亿吨，同比增长 7.22%。销量增加的主要是产量增加，同时，经济复苏带动煤炭需求增加，部分上市公司外购市场煤有所增量。

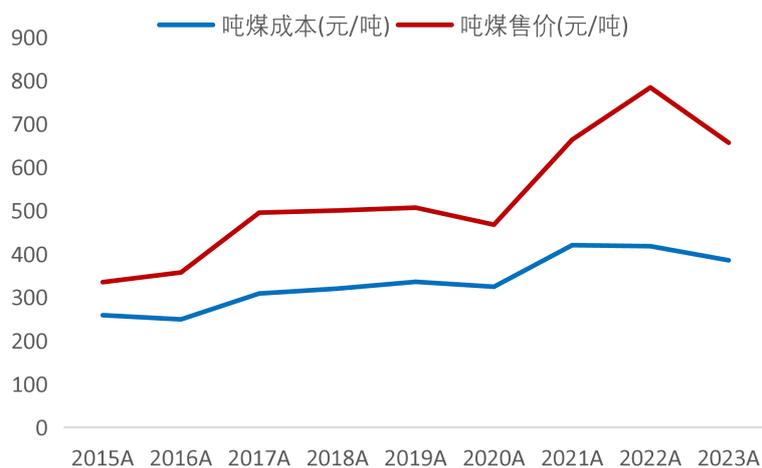
图 18：2015-2023 煤炭上市公司产、销量及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

2023 年煤炭上市公司煤炭销售价格（算数平均）为 656 元/吨，同比降低 16.26%；但吨煤售价仍处于历史高位，比十三五期间均价高出 41.10%。同时，受益于煤炭上市公司产量增加带来的规模效应及普遍采取降本增效措施，2023 年煤炭板块吨煤成本 385 元/吨，同比变化 -7.79%。

图 19：2015-2023 年 25 家样本煤炭上市公司平均吨煤售价及吨煤成本



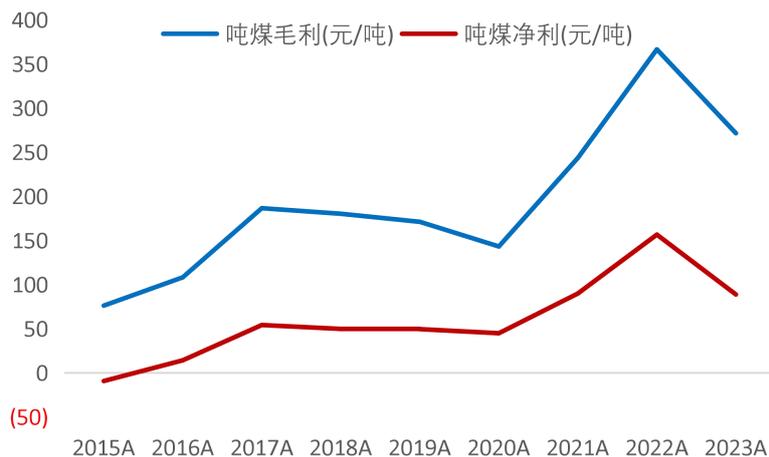
资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 平均吨煤毛利随售价有所降低

受煤价下行，但成本刚性影响，煤炭公司平均实现吨煤毛利有所降低，25 家样本公司平

均吨煤毛利（简单平均）为 271 元/吨，同比减少 25.92%。25 家煤炭上市公司平均吨煤净利润为 88.87 元/吨，同比减少 43.27%。2023 年吨煤毛利与吨煤净利仍高出“十三五”期间平均水平 71.84%和 108.27%，仍处于历史较好盈利能力时期。

图 20：2015-2023 年样本煤炭上市公司（25 家）平均吨煤毛利和净利

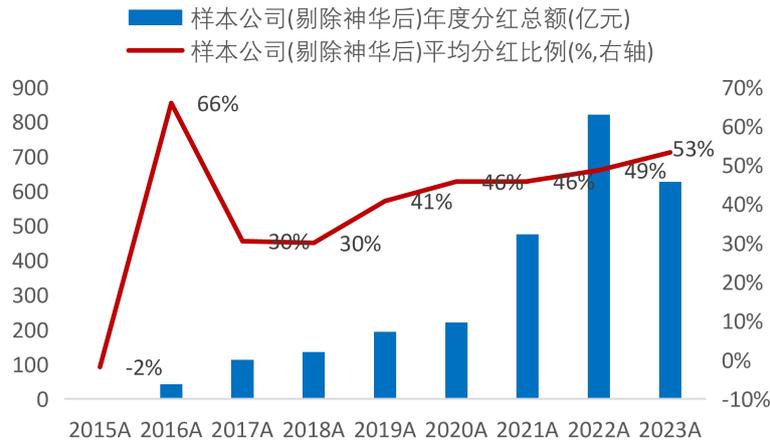


资料来源：wind，山西证券研究所

2.4 分红比例有所提高

随着煤炭行业盈利改善，2016 年以来煤炭上市公司分红意愿及分红比例持续提升。2023 年 25 家样本公司合计分红金额 1075.19 亿元，同比减少 18.99%；分红总额占归母净利润的比例约为 59%，同比提高 4.06 个百分点。剔除神华后的 24 家公司合计分红金额 626.16 亿元，同比降低 23.69%，但分红比例约为 53.24%，同比提高 4.59 个百分点。

图 21：2015-2023 年煤炭上市公司分红金额及分红比例



资料来源：wind，山西证券研究所

2.5 盈利质量仍较好，资产负债表进一步修复

受益于煤炭板块的毛利率和净利率大幅提升，近年来煤炭上市公司的盈利能力和经营质量持续改善，2023年煤炭板块毛利率及净利率虽有所下滑，但仍处高位。2023年板块煤炭上市公司应收账款及应收票据总额占营业收入的比例为5.59%，同比提高0.74个百分点，但相对也处于低位；2024Q1应收占营业总收入的比例为26.38%，同比提高3.59个百分点。2023年年报板块经营现金流量净额与归母净利润的比值为1.58倍，同比降低21.26%；2024Q1板块经营现金流量净额与归母净利润的比值为1.32倍，与2023Q1基本持平；煤炭上市公司经营获现能力仍然较强。

2021年以来随着利率环境宽松及煤炭行业景气度回升，板块资产负债率持续走低。2023年中信二级行业煤炭开采及洗选板块整体资产负债率45.11%，同比降低0.4个百分点；2024Q1板块整体资产负债率43.73%，比2023年底继续下降1.38个百分点，资产结构进一步改善。上市公司负债普遍在合理水平，截止2024年3月底，资产负债率仍在70%以上公司仅有安源煤业（95.55%）、郑州煤电（78.80%）。

图 22：2011-2023 中信煤炭板块应收账款及应收票据占营业收入比重

图 23：2011-2023 中信煤炭板块经营现金流量净额/归母净利润



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：2011-2023 煤炭上市公司资产负债率



资料来源：wind，山西证券研究所

3. 指标排名：煤炭产、销量以增为主，营收及盈利普遍回落

2023 年煤炭上市公司产、销量普遍增长。2023 年，受煤炭保供政策延续影响，叠加前期核增产能及新增产能释放影响，煤炭上市公司煤炭产销量普遍增长；但值得注意的是，2023 年由于安全事故影响导致的安全监管趋严，部分煤炭上市公司产、销量增速出现下滑，如潞安环能、山煤国际及淮北矿业等，大有能源及上海能源则主要受地质条件及资源禀赋影响，产量出现一定的回落。

产量和销量增幅在 10% 以上的公司分别为 8 家和 7 家。产量增幅最大的 5 家公司分别为兖矿能源、甘肃能化、兰花科创、安源煤业和永泰能源；销量增幅最大的前 5 家公司分别为甘

肃能化、兖矿能源、永泰能源、昊华能源和安源煤业。

表 3：2023 煤炭上市公司煤炭产量、销量及增长率排名 单位：万吨，%

名称	子行业	煤炭产量			名称	子行业	煤炭销量		
		2023A	2022A	YoY			2023A	2022A	YoY
兖矿能源	动力煤	13210.7	9952.80	32.73%	甘肃能化	动力煤	1926.73	1415.41	36.13%
甘肃能化	动力煤	1967.68	1494.02	31.70%	兖矿能源	动力煤	12097.00	9117.00	32.69%
兰花科创	无烟煤	1380.33	1145.93	20.46%	永泰能源	炼焦煤	1299.37	1101.38	17.98%
安源煤业	动力煤	170.00	143.60	18.38%	昊华能源	无烟煤	1705.18	1489.00	14.52%
永泰能源	炼焦煤	1297.23	1103.24	17.58%	安源煤业	动力煤	142.50	127.07	12.14%
昊华能源	无烟煤	1706.35	1490.00	14.52%	兰花科创	无烟煤	1298.83	1163.27	11.65%
中煤能源	动力煤	13422.0	11917.00	12.63%	晋控煤业	动力煤	3009.57	2731.00	10.20%
郑州煤电	动力煤	661.03	599.28	10.30%	新集能源	动力煤	1968.61	1811.03	8.70%
新大洲 A	动力煤	295.22	272.85	8.20%	中煤能源	动力煤	28494.0	26295.0	8.36%
晋控煤业	动力煤	3468.76	3280.00	5.75%	恒源煤电	动力煤	761.86	704.18	8.19%
开滦股份	炼焦煤	921.72	875.92	5.23%	中国神华	动力煤	45000.0	41780	7.71%
新集能源	动力煤	1936.91	1841.90	5.16%	郑州煤电	动力煤	663.16	620.70	6.84%
山西焦煤	炼焦煤	4608.00	4385.00	5.09%	新大洲 A	动力煤	274.25	260.48	5.29%
陕西煤业	动力煤	16372.42	15727.93	4.10%	陕西煤业	动力煤	16367.96	15549.0	5.27%
冀中能源	炼焦煤	2741.22	2636.63	3.97%	上海能源	动力煤	605.43	579.35	4.50%
中国神华	动力煤	32450.0	31340.00	3.54%	潞安环能	炼焦煤	5498.00	5294.00	3.85%
平煤股份	炼焦煤	3094.00	3030.00	2.11%	平煤股份	炼焦煤	3103.00	3092.29	0.35%
华阳股份	无烟煤	4591.00	4523.00	1.50%	山西焦煤	炼焦煤	3200.00	3217.00	-0.53%
盘江股份	炼焦煤	1530.42	1507.92	1.49%	开滦股份	炼焦煤	413.69	423.94	-2.42%
恒源煤电	动力煤	943.94	933.98	1.07%	淮北矿业	炼焦煤	1783.20	1882.36	-5.27%
上海能源	动力煤	802.55	818.59	-1.96%	山煤国际	动力煤	3485.99	3695.80	-5.68%
潞安环能	炼焦煤	5526.00	5690.00	-2.88%	盘江股份	炼焦煤	1153.36	1276.03	-9.61%
山煤国际	动力煤	3898.37	4057.49	-3.92%	冀中能源	炼焦煤	2603.87	2892.00	-9.96%
淮北矿业	炼焦煤	2197.34	2290.28	-4.06%	华阳股份	无烟煤	4100.00	4642.00	-11.7%
大有能源	动力煤	913.42	1157.58	-21.1%	大有能源	动力煤	917.54	1162.20	-21.1%

资料来源：wind，山西证券研究所

煤价中枢回落，煤炭上市公司营收以下降为主，同时由于成本刚性，无法随价格下降同幅度下降，因此煤炭上市公司盈利能力也有所下降。2023 年报及 2024 年第一季度报告中信二级行业煤炭采选板块上市公司业绩同比回落为主。

从营业总收入增长幅度来看，2023 年排名前五的公司分别为新集能源、淮北矿业、陕西煤业、中国神华和郑州煤电；2024Q1 排名前五的公司分别为昊华能源、新集能源、永泰能源、

中国神华和晋控煤业。2023 年归母净利润录得净增长的有永泰能源、冀中能源、晋控煤业、中煤能源和新集能源；2024Q1 排名靠前且盈利为正的公司分别为永泰能源、晋控煤业、昊华能源和新集能源。2023 年报及 2024Q1 录得归母净利润为亏损的公司有三家，分别为新大洲 A、安源煤业和大有能源。

表 4：2023 年报及 2024Q1 煤炭上市公司营业总收入及增速 单位：亿元，%

公司	子行业	营业总收入				
		2023A	2022A	YoY	2024Q1	QoQ
新集能源	动力煤	128.45	120.03	7.01%	30.58	5.59%
淮北矿业	炼焦煤	735.92	692.25	6.31%	173.63	-8.82%
陕西煤业	动力煤	1,708.72	1,668.48	2.41%	404.49	-9.73%
中国神华	动力煤	3,430.74	3,445.33	-0.42%	876.47	0.70%
郑州煤电	动力煤	43.23	44.23	-2.26%	11.38	-3.41%
晋控煤业	动力煤	153.42	160.82	-4.60%	36.58	-1.53%
兰花科创	无烟煤	132.84	141.56	-6.16%	22.62	-25.03%
新大洲 A	动力煤	12.24	13.17	-7.06%	2.05	-32.69%
恒源煤电	动力煤	77.86	83.86	-7.15%	20.51	-8.34%
甘肃能化	动力煤	112.59	122.61	-8.17%	28.22	-10.59%
昊华能源	无烟煤	84.37	92.87	-9.15%	24.13	7.58%
开滦股份	炼焦煤	228.41	260.04	-12.16%	53.72	-14.21%
平煤股份	炼焦煤	315.61	360.44	-12.44%	82.44	-4.47%
中煤能源	动力煤	1,929.69	2,205.77	-12.52%	453.95	-23.27%
上海能源	动力煤	109.78	126.34	-13.11%	23.20	-26.18%
山西焦煤	炼焦煤	555.23	651.83	-14.82%	105.52	-28.47%
永泰能源	炼焦煤	301.20	355.56	-15.29%	73.21	3.58%
华阳股份	无烟煤	285.18	350.42	-18.62%	61.58	-26.51%
山煤国际	动力煤	373.71	463.91	-19.44%	63.56	-40.31%
潞安环能	炼焦煤	431.37	542.97	-20.55%	86.59	-27.19%
盘江股份	炼焦煤	94.03	118.43	-20.60%	19.49	-31.91%
安源煤业	动力煤	68.71	89.16	-22.94%	11.46	-31.24%
兖矿能源	动力煤	1,500.25	2,008.29	-25.30%	396.33	-10.78%
大有能源	动力煤	58.14	85.89	-32.31%	14.09	-29.66%
冀中能源	炼焦煤	243.30	360.36	-32.48%	53.33	-32.71%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：2023 年报及 2024Q1 煤炭上市公司归母净利润及增速 单位：亿元，%

公司	子行业	归母净利润
----	-----	-------

		2023A	2022A	YoY	2024Q1	QoQ
新大洲 A	动力煤	-1.09	-0.38	186.84%	-0.17	-14.68%
安源煤业	动力煤	-1.14	-0.77	48.05%	-0.97	-270.76%
永泰能源	炼焦煤	22.66	19.09	18.70%	4.67	11.42%
冀中能源	炼焦煤	49.44	44.58	10.90%	7.08	-73.80%
晋控煤业	动力煤	33.01	30.44	8.44%	7.80	9.77%
中煤能源	动力煤	195.34	182.41	7.09%	49.70	-30.55%
新集能源	动力煤	21.09	20.64	2.18%	5.98	0.62%
淮北矿业	炼焦煤	62.25	70.10	-11.20%	15.90	-24.70%
中国神华	动力煤	596.94	696.26	-14.26%	158.84	-14.66%
恒源煤电	动力煤	20.36	25.13	-18.98%	4.31	-29.09%
昊华能源	无烟煤	10.40	13.44	-22.62%	4.52	5.12%
华阳股份	无烟煤	51.79	70.26	-26.29%	8.67	-49.78%
平煤股份	炼焦煤	40.03	57.25	-30.08%	7.40	-35.40%
兖矿能源	动力煤	201.40	307.74	-34.56%	37.57	-33.54%
兰花科创	无烟煤	20.98	32.24	-34.93%	1.35	-82.55%
山西焦煤	炼焦煤	67.71	107.22	-36.85%	9.50	-61.53%
山煤国际	动力煤	42.60	69.81	-38.98%	5.83	-65.41%
陕西煤业	动力煤	212.39	351.23	-39.53%	46.52	-32.69%
开滦股份	炼焦煤	10.90	18.51	-41.11%	2.09	-48.64%
潞安环能	炼焦煤	79.22	141.68	-44.09%	12.88	-61.90%
上海能源	动力煤	9.69	17.40	-44.31%	3.03	-63.76%
甘肃能化	动力煤	17.38	31.69	-45.16%	5.37	-44.01%
郑州煤电	动力煤	0.32	0.68	-52.94%	0.34	-47.70%
盘江股份	炼焦煤	7.32	21.94	-66.64%	0.21	-93.91%
大有能源	动力煤	-4.81	15.55	-130.9%	-2.70	-185.91%

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 投资策略：超预期因素或来自需求，受益标的值得关注

2024 年以来市场对煤炭板块业绩预期普遍较低，但前期部分公司一季度业绩表现较市场预期仍有差距。价格方面，动力煤一季度均价 902 元/吨，环比降 5.05%，同比降 20.12%；炼焦煤一季度均价 2412 元/吨，环比降 5.86%，同比降 4.06%。产量方面，一季度原煤产量实现 11.06 亿吨，同比降 4.10%，其中山西降 18.9%。量价数据都有所减少，因此市场对于煤炭公司业绩存在下修预期。但考虑到部分公司业绩显著低于市场预期，因此前期煤炭股存在风险释放情绪。从目前已经公布一季度业绩的情况来看，煤电一体化公司表现出较强确定性和防御性，动力煤公司业绩表现较炼焦煤相对更稳健，炼焦煤尤其是山西区域产量占比较多的公司业绩相对影响更大。考虑一季度山西区域安监形势较为严峻但全年产量目标仍然较高，后续山西区域公司存在产销提速预期。此外，当前动力煤长协体系稳定、用电量维持高增、容量电价落地以及成本端改善，煤电一体化公司仍具备较强确定性。整体来看，我们认为 2024 年煤炭供需关系很难进一步宽松，随着迎峰度夏旺季到来，预计国内煤炭价格进一步回落空间不大；且后期地产、基建等稳经济政策仍存边际改善预期，煤炭需求刚性较强。从板块投资价值角度来看，随着市值管理地位提高叠加低利率环境预期长期存在，“高股息+央企”估值后期仍有望提升，因此我们维持“领先大市”评级。建议关注以下标的：1、炼焦煤底部确认，后续有望偏强运行，山西区域产量有望加速释放，关注【潞安环能】、【山煤国际】、【山西焦煤】、【平煤股份】、【淮北矿业】、【恒源煤电】；2、利率环境未明显转变，当前时点更看好“高股息+煤电一体化”，关注【新集能源】、【中国神华】。



5. 风险提示

价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；进口超预期；海外煤价大幅下跌；安全、环保风险及其他扰动因素。



分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

