

煤炭开采

2024年09月04日

煤企向合理且可持续高盈利转型，煤炭价值仍凸显

——2024 中报综述

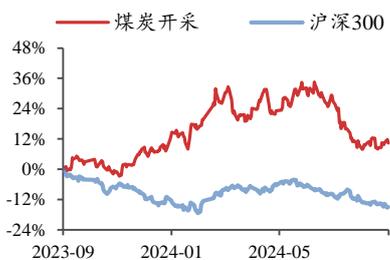
投资评级：看好（维持）

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

《煤炭黄金时代 2.0，向合理且可持续高盈利转型—行业深度报告》

-2024.7.25

《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》-2024.5.5

《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

● 2024H1 煤炭价格呈“V”型走势，但煤价中枢整体下移

分煤种来看，2024H1 秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 875 元/吨，同比-14%，其中 2024Q2 动力煤价格回落明显，Q2 均价 848 元/吨，环比-5.9%；2024H1 京唐港主焦煤（山西产）均价为 2252 元/吨，同比+1.2%，其中 2024Q2 主焦煤价格回落明显，Q2 均价 2092 元/吨，环比-13.3%。

● 2024H1 上市煤企产销量下滑叠加售价回落，盈利能力下滑

2024H1 27 家上市煤企（不含山西焦煤）合计煤炭产量为 6.01 亿吨，同比-1.3%；煤炭销量为 6.97 亿吨，同比-0.9%。2024H1 28 家上市煤企合计实现营业收入 6572 亿元，同比-9.2%；合计实现归母净利润 820 亿元，同比-24.5%。2024H1 28 家上市煤企毛利率加权平均值为 31.0%，同比-2.4pct；净利率加权平均值为 15.9%，同比-2.7pct；ROE 加权平均值为 7.0%，同比-2.6pct。

● 2024Q2 煤炭价格整体环比回落，上市煤企业绩环比下降

2024Q2 秦皇岛港山西产 Q5500 平仓均价为 848 元/吨，环比-5.9%；2024Q2 京唐港主焦煤（山西产）均价为 2092 元/吨，环比-13.3%。28 家上市煤企 2024Q2 单季合计实现营业收入 3272 亿元，环比-0.9%；归母净利润 393 亿元，环比-7.9%。

● 煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

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，并将在箱体区间里窄幅震荡，我们预判价格区间是 800-1000 元。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，当前仍处于低位，具备向上修复的弹性且是完全弹性。**煤炭股高股息投资逻辑仍是主线**，因为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 7 月 25 日发布的《煤炭黄金时代 2.0，向合理且可持续高盈利转型》来看，在 2024 年的盈利水平之下多数煤炭公司仍有很高股息率。**煤炭股周期弹性投资逻辑也将重现**，当前无论动力煤和炼焦煤价格均处于低位，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。**煤炭板块有望迎来重新布局的起点。一是高分红且多分红已成趋势**。2024 年中报发布完毕，7 家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），对比 2023 年无煤企实施中期分红、过去 5 年合计仅 4 家次中期分红，凸显 2024 年央企市值管理改革对央企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，当前已经积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。**二是产业资本入局预示行情底部来临**。2024 年 7 月以来板块回调较大，广汇能源、兖矿能源等相继披露增持方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。**三是原油价格难带跌煤炭价格**。哈里斯接替拜登后，特朗普当选不确定性提高，即使当选，在页岩油企业边际成本支撑下，叠加 OPEC 或减产对冲，预计布油很难跌破 70 美元，据煤油价格联动测算，动力煤也很难跌破 800 元。**多维度精选煤炭个股将获得超额收益。一是动力煤业绩稳健、存在高分红或潜力，推荐【中国神华、中煤能源】、受益标的【陕西煤业】**，年度长协占比多，股息率高或者有提升潜力；**二是动力煤煤电一体化、具备高成长，推荐【新集能源、甘肃能化】**，未来公司整体业绩对煤炭价格敏感性减弱，且具备主业成长性；**三是动力煤弹性、具备高成长，推荐【广汇能源、山煤国际、晋控煤业、兖矿能源】**，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹，且有自建矿、资产注入等成长性；**四是炼焦煤超跌反弹，推荐【平煤股份、淮北矿业、潞安环能、山西焦煤】**，周期品属性且受益价格底部反弹。

● **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、 2024H1 综述：煤价中枢下移，煤企业绩同比回落.....	4
1.1、 2024H1 动力煤&炼焦煤价格呈“V”型走势.....	4
1.2、 煤价下滑致业绩走弱，2024H1 上市煤企归母净利润同比回落.....	5
1.3、 煤炭供应偏紧，2024H1 上市煤企煤炭产销量同比下降.....	8
1.4、 上市煤企吨煤售价同比回落，吨煤毛利有所下降.....	9
1.5、 上市煤企期间费用率提升，管理费用涨幅较大.....	10
1.6、 2024H1 上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比回落，盈利承压.....	11
1.7、 2024H1 上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加.....	12
1.8、 资产负债率同比小幅回落，经营现金流与偿债能力小幅下降.....	13
2、 2024Q2 综述：煤价整体偏弱，煤企业绩环比回落.....	14
2.1、 2024Q2 动力煤价同环比回落，焦煤价格同比提高但环比下滑.....	14
2.2、 2024Q2 煤炭价格承压，上市煤企业绩环比回落.....	15
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.....	16
4、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 2024H1 秦港动力煤均价同比-14%.....	4
图 2： 2024Q2 秦港动力煤均价环比-5.9%.....	4
图 3： 2024H1 京唐港主焦煤价同比+1.2%.....	4
图 4： 2024Q2 京唐港主焦煤均价环比-13.3%.....	4
图 5： 2024H1 28 家上市煤企营收同比-9.2%.....	7
图 6： 2024H1 28 家上市煤企净利润同比-22.4%.....	7
图 7： 2024H1 28 家上市煤企归母净利润同比-24.5%.....	7
图 8： 2024H1 28 家上市煤企扣非后归母净利同比-24.4%.....	7
图 9： 2024H1 27 家上市煤企（剔除神华）营收同比-11.8%.....	7
图 10： 2024H1 27 家上市煤企（剔除神华）净利润同比-27.2%.....	7
图 11： 2024H1 27 家上市煤企（剔除神华）归母净利润同比-30.3%.....	8
图 12： 2024H1 27 家上市煤企（剔除神华）扣非后归母净利同比-30.4%.....	8
图 13： 2024Q2 秦港动力煤价格环比-5.9%.....	14
图 14： 2024Q2 京唐港主焦煤价格环比-13.3%.....	14
图 15： 2024Q2 秦港动力煤价格 848 元/吨，同比下跌 7.2%，环比下跌 5.9%.....	15
图 16： 2024Q2 京唐港主焦煤价格 2092 元/吨，同比提高 8.0%，环比下跌 13.3%.....	15
图 17： 2024Q2 晋陕蒙三省煤矿开工率环比+2.9pct.....	16
表 1： 2024H1 28 家上市公司业绩同比回落（单位：百万元）.....	5
表 2： 2024H1 28 家上市煤企扣非后归母净利同比-24.4%（单位：百万元）.....	6
表 3： 2024H1 27 家上市公司煤炭产销量同比下降（单位：万吨）.....	8
表 4： 2024H1 27 家上市公司吨煤毛利同比下降 18.8%（单位：元/吨、pct）.....	9
表 5： 2024H1 28 家上市煤企期间费用率同比上升.....	10
表 6： 2024H1 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降（单位：pct）.....	11
表 7： 2024H1 28 家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比增加.....	12

表 8: 2024H1 28 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小幅下降 (单位: 百万元)	13
表 9: 2024Q2 单季 28 家上市煤企业绩环比回落 (百万元)	15
表 10: 主要煤炭上市公司盈利与股息率测算.....	18

1、2024H1 综述：煤价中枢下移，煤企业绩同比回落

1.1、2024H1 动力煤&炼焦煤价格呈“V”型走势

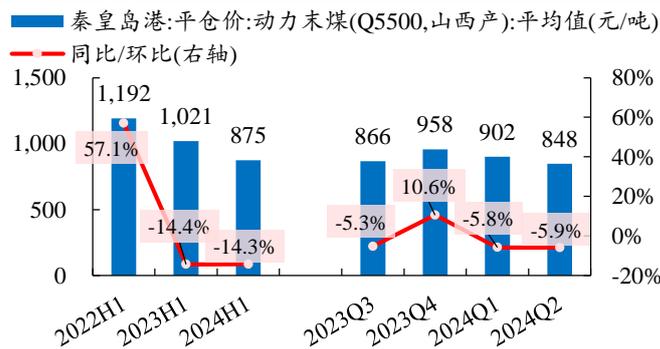
国内供给方面，2024 年一季度受山西减产影响，国内原煤产量有所回落，二季度以来，随着山西煤矿开工率逐渐回升，国内原煤产量有所恢复，2024H1 国内原煤产量 22.7 亿吨，同比-1.5%；进口方面，受内贸煤价格下移及中国恢复煤炭进口关税影响，2024 年上半年中国进口煤炭增速较去年明显回落，但由于外贸煤仍具有一定成本优势，进口煤数量仍有稳定增长，2024H1 国内煤炭进口量 2.5 亿吨，同比+12.5%；需求方面，2024H1 国内水电发电量大幅提升，规模以上工业火发电量降幅扩大，同时受房地产市场低迷、基建项目开工延缓及极端天气、雨水洪涝灾害多发等因素影响，钢铁行业总体需求不振，煤炭需求运行偏弱。总体来看，2024 年上半年国内动力煤及炼焦煤价格呈现“V”型走势。分煤种来看，2024H1 秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 875 元/吨，同比-14%，其中 2024Q2 动力煤价格回落明显，Q2 均价 848 元/吨，环比-5.9%；2024H1 京唐港主焦煤（山西产）均价为 2252 元/吨，同比+1.2%，其中 2024Q2 主焦煤价格回落明显，Q2 均价 2092 元/吨，环比-13.3%。

图1：2024H1 秦港动力煤均价同比-14%



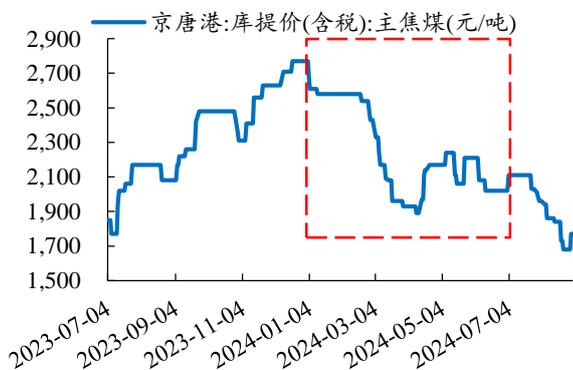
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024Q2 秦港动力煤均价环比-5.9%



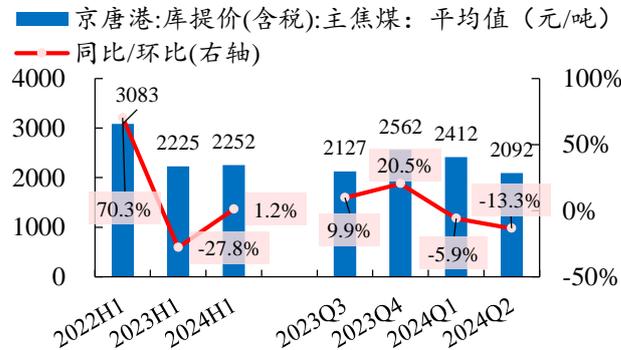
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024H1 京唐港主焦煤价同比+1.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q2 京唐港主焦煤均价环比-13.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、煤价下滑致业绩走弱，2024H1 上市煤企归母净利润同比回落

煤价下滑致上市煤企业绩走弱。28 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等焦化企业），2024H1 合计实现营业收入 6572 亿元，同比-9.2%；合计实现净利润 1042 亿元，同比-22.4%；合计实现归母净利润 820 亿元，同比-24.5%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司 2024H1 合计实现营业收入 4891 亿元，同比-11.8%；净利润 696 亿元，同比-27.2%；合计实现归母净利润 525 亿元，同比-30.3%。

表1：2024H1 28 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		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
甘肃能化	5,755	5,625	-2.3%	1,284	899	-30.0%	1,280	897	-29.9%
神火股份	19,109	18,221	-4.6%	3,031	2,566	-15.3%	2,739	2,284	-16.6%
冀中能源	14,752	10,111	-31.5%	3,719	1,262	-66.1%	3,367	1,002	-70.3%
山西焦煤	27,560	21,570	-21.7%	5,496	2,389	-56.5%	4,517	1,966	-56.5%
电投能源	13,209	14,127	6.9%	2,786	3,426	23.0%	2,583	2,944	14.0%
郑州煤电	2,192	2,162	-1.4%	150	64	-57.5%	46	10	-77.7%
兰花科创	6,469	5,477	-15.3%	1,422	489	-65.6%	1,362	552	-59.5%
永泰能源	13,982	14,512	3.8%	1,030	1,456	41.4%	1,013	1,189	17.5%
兖矿能源	84,401	72,312	-14.3%	12,764	10,895	-14.6%	10,210	7,568	-25.9%
华阳股份	15,413	12,199	-20.9%	3,384	1,419	-58.1%	3,012	1,299	-56.9%
盘江股份	5,297	4,046	-23.6%	661	63	-90.5%	619	37	-94.0%
安源煤业	3,260	2,661	-18.4%	57	-105	-285.5%	52	-105	-300.4%
大有能源	3,533	2,600	-26.4%	317	-490	-254.5%	221	-490	-322.0%
上海能源	5,867	4,854	-17.3%	1,219	433	-64.5%	1,180	472	-60.0%
山煤国际	20,676	14,057	-32.0%	4,828	1,776	-63.2%	3,058	1,291	-57.8%
恒源煤电	4,238	3,893	-8.1%	1,118	760	-32.1%	1,118	758	-32.1%
开滦股份	11,942	10,656	-10.8%	568	264	-53.5%	784	482	-38.6%
晋控煤业	7,453	7,379	-1.0%	2,002	1,982	-1.0%	1,386	1,436	3.7%
中国神华	169,442	168,078	-0.8%	38,688	34,621	-10.5%	33,279	29,504	-11.3%
昊华能源	4,148	4,735	14.1%	1,062	1,246	17.3%	708	859	21.3%
陕西煤业	90,662	84,737	-6.5%	19,507	17,706	-9.2%	11,579	10,556	-8.8%
平煤股份	15,969	16,254	1.8%	2,397	1,508	-37.1%	2,234	1,393	-37.7%
潞安环能	21,883	17,654	-19.3%	5,970	2,689	-55.0%	5,296	2,227	-58.0%
中煤能源	109,357	92,984	-15.0%	15,653	12,801	-18.2%	11,835	9,788	-17.3%
新大洲 A	639	404	-36.9%	29	-16	-156.2%	-24	-27	—
辽宁能源	3,003	2,657	-11.5%	255	11	-95.6%	255	12	-95.5%
淮北矿业	37,300	37,236	-0.2%	3,464	2,771	-20.0%	3,588	2,935	-18.2%
新集能源	6,260	5,985	-4.4%	1,396	1,290	-7.6%	1,308	1,176	-10.1%
合计	723,771	657,185	-9.2%	134,256	104,174	-22.4%	108,604	82,015	-24.5%
合计（剔除神华）	554,329	489,107	-11.8%	95,568	69,553	-27.2%	75,325	52,511	-30.3%

资料来源：Wind、开源证券研究所

备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比变动，以“—”代替。

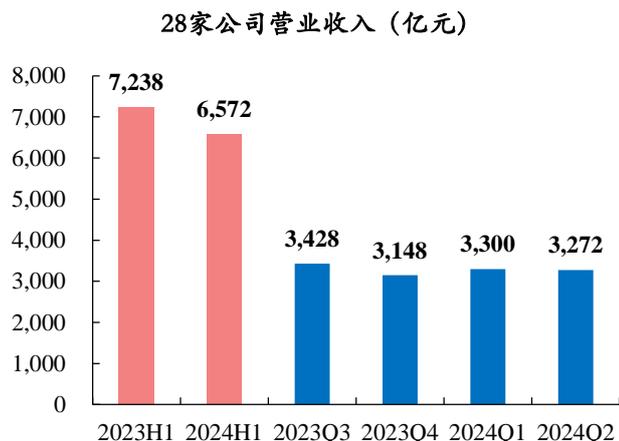
2024H1 上市煤企扣非后归母净利润同比减少 24.4%。28 家上市煤企 2024H1 实现扣非后归母净利润 818 亿元，同比-24.4%；非经常性损益 2.6 亿元，同比减少 50.3%。2024H1 陕西煤业非经常性损益为-6.3 亿元，同比减损 14.3 亿元，其中股票投资扭亏为盈，同比减损 25.3 亿元；2024H1 冀中能源非经常性损益 0.2 亿元，同比减少 14.9 亿元，主要原因是 2023H1 冀中能源完成金牛化工的股权转让、公开转让邢北煤业全部资产和负债、挂牌转让乾新煤业 72% 股权所致。

表2：2024H1 28 家上市煤企扣非后归母净利润同比-24.4%（单位：百万元）

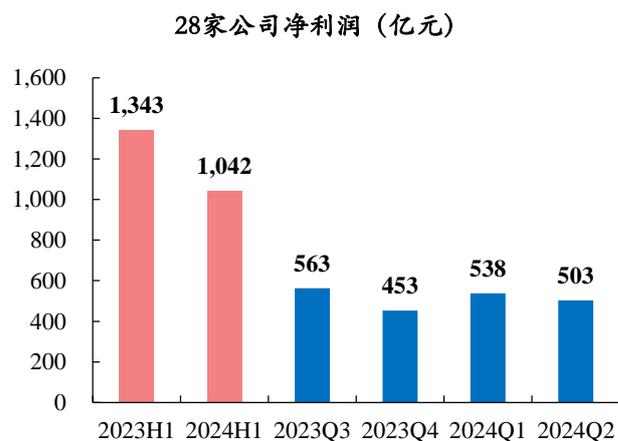
公司 名称	扣非后归母净利润			非经常性损益		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
甘肃能化	1,283	848	-33.9%	-2.6	49.5	—
神火股份	2,742	2,157	-21.3%	-2.6	127.5	—
冀中能源	1,874	1,000	-46.7%	1,492.7	1.9	-99.9%
山西焦煤	4,547	1,880	-58.7%	-30.2	86.4	—
电投能源	2,526	2,879	14.0%	56.5	65.1	15.3%
郑州煤电	33	13	-60.7%	13.4	-2.6	-119.4%
兰花科创	1,337	554	-58.5%	25.2	-2.5	-110.1%
永泰能源	1,005	1,112	10.7%	7.9	77.5	881.0%
兖矿能源	10,049	7,298	-27.4%	160.7	269.9	68.0%
华阳股份	2,992	1,215	-59.4%	19.6	83.7	327.2%
盘江股份	557	-46	-108.2%	61.9	82.8	33.8%
安源煤业	50	-98	-296.5%	2.4	-6.7	-381.8%
大有能源	219	-486	-321.6%	1.4	-4.0	-394.1%
上海能源	1,175	470	-60.0%	4.4	1.6	-63.7%
山煤国际	3,113	1,380	-55.7%	-55.0	-89.1	—
恒源煤电	1,110	770	-30.6%	7.8	-11.2	-243.6%
开滦股份	772	468	-39.5%	12.1	14.4	19.0%
晋控煤业	1,342	1,424	6.1%	43.4	12.3	-71.7%
中国神华	32,970	29,481	-10.6%	309.0	23.0	-92.6%
昊华能源	660	871	31.9%	48.2	-11.9	-124.7%
陕西煤业	13,632	11,182	-18.0%	-2,052.9	-626.2	—
平煤股份	2,121	1,408	-33.6%	112.9	-15.8	-114.0%
潞安环能	5,269	2,249	-57.3%	27.2	-22.4	-182.1%
中煤能源	11,751	9,656	-17.8%	83.8	131.8	57.3%
新大洲 A	-19	-19	-	-5.7	-7.6	—
辽宁能源	244	65	-73.4%	11.0	-53.4	-585.5%
淮北矿业	3,439	2,887	-16.0%	149.1	48.1	-67.7%
新集能源	1,287	1,138	-11.6%	21.1	37.9	79.4%
合计	108,081	81,755	-24.4%	523	260	-50.3%
合计（剔除中国神华）	75,111	52,274	-30.4%	213.6	237	10.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

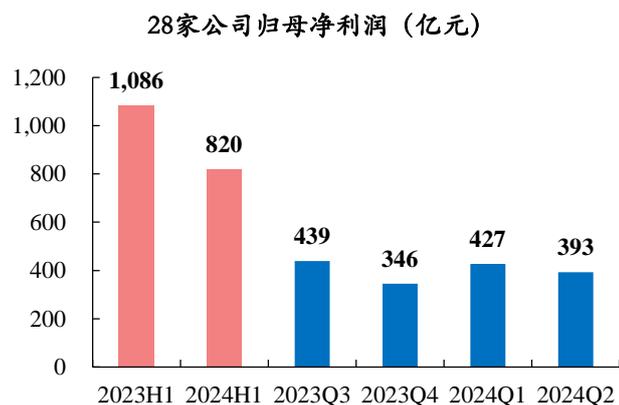
备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比变动，以“—”代替。

图5：2024H1 28 家上市煤企营收同比-9.2%


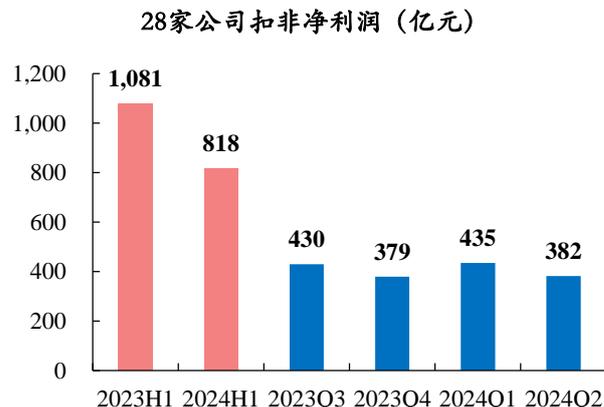
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024H1 28 家上市煤企净利润同比-22.4%


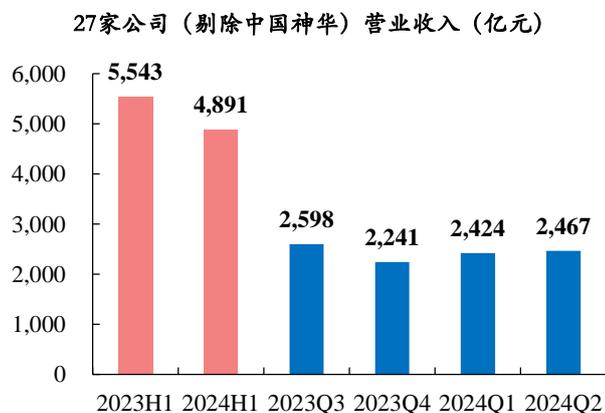
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024H1 28 家上市煤企归母净利润同比-24.5%


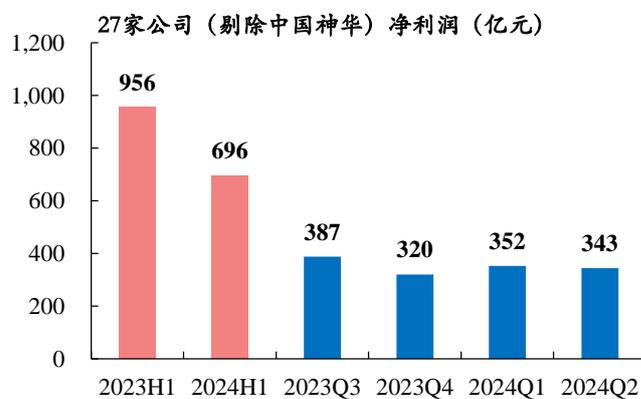
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024H1 28 家上市煤企扣非后归母净利润同比-24.4%


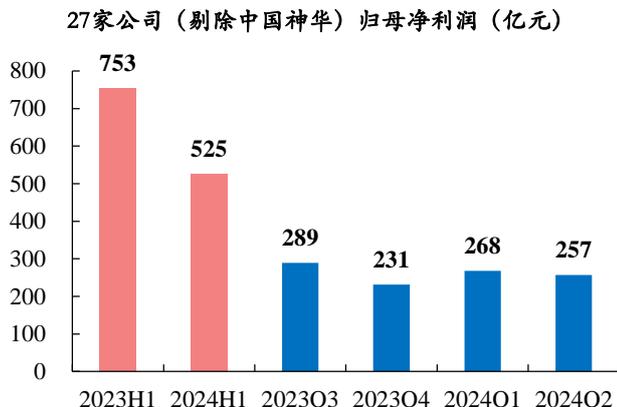
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024H1 27 家上市煤企(剔除神华)营收同比-11.8%


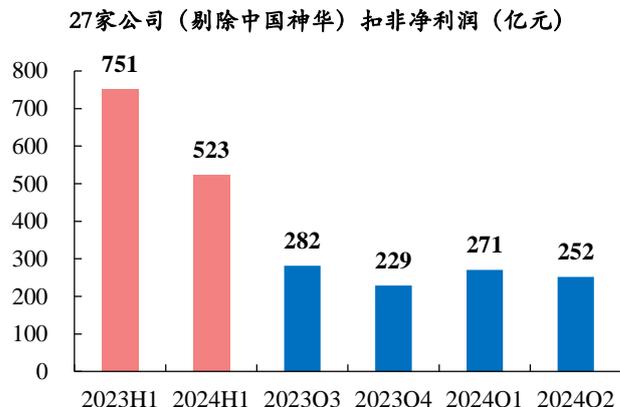
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024H1 27 家上市煤企 (剔除神华) 净利润同比-27.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 2024H1 27家上市煤企(剔除神华)归母净利润同比-30.3%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2024H1 27家上市煤企(剔除神华)扣非后归母净利润同比-30.4%


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、煤炭供应偏紧, 2024H1上市煤企煤炭产销量同比下降

受安监影响, 2024H1上市煤企煤炭产销量同比下降。从27家上市煤企来看, 2024H1合计煤炭产量为6.01亿吨, 同比-1.3%; 煤炭销量为6.97亿吨, 同比-0.9%。剔除中国神华, 26家上市煤企2024H1煤炭产量为4.38亿吨, 同比-2.3%; 煤炭销量为4.67亿吨, 同比-3.7%。

表3: 2024H1 27家上市公司煤炭产销量同比下降(单位: 万吨)

公司名称	产量			销量		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
甘肃能化	959	1,032	7.7%	806	857	6.3%
神火股份	380	323	-15.0%	388	315	-18.8%
冀中能源	1,356	1,354	-0.2%	1,459	1,240	-15.0%
电投能源	2,336	2,267	-2.9%	2,314	2,222	-4.0%
郑州煤电	335	345	3.0%	328	344	4.8%
兰花科创	645	706	9.3%	566	576	1.7%
永泰能源	768	746	-2.9%	766	736	-3.9%
兖矿能源	6,385	6,908	8.2%	6,594	6,788	2.9%
华阳股份	2,376	1,866	-21.5%	2,157	1,710	-20.7%
盘江股份	640	447	-30.1%	674	407	-39.6%
安源煤业	72	68	-6.0%	72	67	-6.2%
大有能源	529	473	-10.7%	503	463	-8.0%
上海能源	423	430	1.6%	306	260	-15.0%
山煤国际	2,119	1,538	-27.4%	2,695	2,083	-22.7%
恒源煤电	360	385	7.0%	379	388	2.4%
开滦股份	271	294	8.4%	200	222	11.2%
晋控煤业	1,701	1,693	-0.5%	1,448	1,445	-0.2%
中国神华	16,070	16,320	1.6%	21,790	22,970	5.4%
昊华能源	851	950	11.7%	849	950	12.0%

公司名称	产量			销量		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
陕西煤业	8,407	8,641	2.8%	12,860	13,155	2.3%
平煤股份	1,537	1,421	-7.5%	1,554	1,349	-13.2%
潞安环能	2,954	2,767	-6.3%	2,713	2,455	-9.5%
中煤能源	6,712	6,650	-0.9%	6,485	6,619	2.1%
新大洲 A	146	127	-12.9%	130	119	-8.4%
辽宁能源	309	281	-9.0%	288	259	-10.1%
淮北矿业	1,133	1,032	-8.9%	982	803	-18.2%
新集能源	1,124	1,038	-7.6%	1,014	910	-10.2%
合计	60,897	60,101	-1.3%	70,323	69,713	-0.9%
合计（剔除中国神华）	44,827	43,781	-2.3%	48,533	46,743	-3.7%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：山西焦煤未披露煤炭经营数据

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。2024H1 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 619 元/吨，同比-9.9%；27 家上市煤企煤炭平均销售成本为 359 元/吨，同比-1.8%；吨煤毛利 260 元/吨，同比-19.2%；毛利率为 42%，同比-4.8 pct。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 636 元/吨，同比-11.3%；26 家上市煤企煤炭平均销售成本为 330 元/吨，同比-3.0%；吨煤毛利 306 元/吨，同比-18.8%；毛利率为 48%，同比-4.5 pct。

表4：2024H1 27 家上市公司吨煤毛利同比下降 18.8%（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	
	2024H1	同比	2024H1	同比	2024H1	同比	2024H1	同比 (pct)
甘肃能化	501	-9.1%	294	8.2%	207	-25.9%	41%	-9.4
神火股份	1114	-2.4%	785	37.1%	329	-42.1%	30%	-20.3
冀中能源	633	-25.7%	336	-34.4%	297	-12.7%	47%	7.0
电投能源	207	4.1%	86	1.9%	121	5.7%	59%	0.9
郑州煤电	546	-10.7%	394	-6.1%	153	-20.7%	28%	-3.5
兰花科创	637	-19.2%	354	16.1%	283	-41.6%	44%	-17.0
永泰能源	726	-4.7%	375	12.1%	351	-17.8%	48%	-7.7
兖矿能源	698	-23.6%	63	-8.0%	635	-24.8%	91%	-1.5
华阳股份	572	-8.7%	354	9.5%	218	-28.1%	38%	-10.3
盘江股份	835	9.3%	644	19.6%	191	-15.3%	23%	-6.6
安源煤业	886	-14.6%	848	9.1%	38	-85.5%	4%	-20.8
大有能源	493	-21.7%	429	-1.0%	64	-67.5%	13%	-18.2
上海能源	1304	0.3%	869	40.6%	435	-36.3%	33%	-19.1
山煤国际	660	-12.6%	436	3.7%	225	-33.0%	34%	-10.4
恒源煤电	955	-9.2%	558	2.4%	396	-21.7%	42%	-6.6
开滦股份	1452	-20.0%	731	-14.6%	721	-24.8%	50%	-3.2
晋控煤业	495	-1.9%	269	1.0%	226	-5.1%	46%	-1.5
中国神华	585	-5.8%	419	-0.9%	166	-16.2%	28%	-3.5

公司名称	吨煤价格（不含税）		吨煤成本		吨煤毛利		毛利率	
	2024H1	同比	2024H1	同比	2024H1	同比	2024H1	同比 (pct)
昊华能源	459	-2.9%	207	-1.7%	252	-4.0%	55%	-0.6
陕西煤业	644	-8.6%	417	-6.1%	227	-13.0%	35%	-1.8
平煤股份	1088	9.3%	772	13.4%	317	0.6%	29%	-2.5
潞安环能	683	-11.6%	371	10.1%	312	-28.4%	46%	-10.7
中煤能源	584	-6.4%	293	2.7%	291	-14.1%	50%	-4.5
新大洲 A	323	-16.8%	200	-50.9%	123	-758.3%	38%	42.9
辽宁能源	669	-6.8%	490	7.5%	179	-31.6%	27%	-9.7
淮北矿业	1145	-9.8%	565	-15.7%	580	-3.2%	51%	3.5
新集能源	564	4.5%	339	2.7%	225	7.4%	40%	1.1
平均价格	619	-9.9%	359	-1.8%	260	-19.2%	42%	-4.8
平均价格（剔除中国神华）	636	-11.3%	330	-3.0%	306	-18.8%	48%	-4.5

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：山西焦煤未披露煤炭经营数据

1.5、上市煤企期间费用率提升，管理费用涨幅较大

从绝对值来看，2024H1 28 家上市煤企期间费用为 404 亿元，同比+3.5%，其中销售费用 45 亿元，同比-13.1%；管理费用 283 亿元，同比+6.5%；财务费用 76 亿元，同比+4.6%。从相对值来看，2024H1 28 家上市煤企期间费用率为 6.1%，同比+0.8pct，其中销售费用率 0.7%，同比-0.03pct；管理费用率 4.2%，同比+0.6pct；财务费用率 1.2%，同比+0.2pct。

表5：2024H1 28 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	
	2024H1	同比(pct)	2024H1	同比(pct)	2024H1	同比(pct)	2024H1	同比(pct)
甘肃能化	12.5%	1.3	1.0%	0.1	10.4%	2.0	1.1%	-0.8
神火股份	6.1%	0.5	0.8%	-0.1	4.5%	0.6	0.9%	0.0
冀中能源	16.3%	4.5	0.7%	0.2	12.4%	3.1	3.2%	1.2
山西焦煤	12.1%	2.8	0.7%	0.2	10.0%	2.6	1.5%	0.0
电投能源	3.5%	0.3	0.2%	0.0	2.5%	0.2	0.8%	0.1
郑州煤电	18.1%	-0.3	1.6%	0.0	11.9%	-0.2	4.6%	-0.1
兰花科创	12.0%	0.6	0.9%	0.1	9.3%	-0.1	1.9%	0.6
永泰能源	11.2%	-2.6	0.4%	0.1	4.0%	-0.8	6.8%	-1.9
兖矿能源	12.1%	3.9	2.7%	-0.2	6.8%	3.0	2.6%	1.2
华阳股份	9.5%	2.9	0.5%	0.0	7.1%	2.2	1.9%	0.7
盘江股份	22.9%	9.0	0.3%	0.0	19.2%	6.6	3.4%	2.3
安源煤业	7.2%	0.6	0.7%	0.1	3.3%	0.5	3.2%	0.0
大有能源	23.4%	1.6	2.2%	0.5	16.6%	1.1	4.5%	-0.1
上海能源	8.2%	2.3	0.3%	0.1	7.1%	2.1	0.7%	0.1
山煤国际	9.0%	3.2	1.7%	0.3	6.4%	2.3	1.0%	0.5
恒源煤电	16.5%	1.6	0.7%	0.0	15.5%	1.9	0.3%	-0.2
开滦股份	7.4%	1.7	1.0%	0.0	5.6%	1.3	0.8%	0.3
晋控煤业	4.2%	-2.7	0.7%	0.0	3.2%	-1.6	0.3%	-1.0

公司名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2024H1	同比(pct)	2024H1	同比(pct)	2024H1	同比(pct)	2024H1	同比(pct)
中国神华	3.5%	0.4	0.1%	0.0	3.4%	0.3	0.0%	0.1
昊华能源	11.3%	-1.2	1.7%	-0.2	6.4%	-0.1	3.2%	-0.8
陕西煤业	4.7%	0.4	0.4%	0.0	4.4%	0.2	-0.1%	0.2
平煤股份	10.7%	1.8	0.6%	-0.1	5.9%	2.1	4.1%	-0.3
潞安环能	11.2%	2.2	0.3%	0.1	10.4%	1.8	0.4%	0.3
中煤能源	4.7%	0.5	0.5%	0.0	2.9%	0.6	1.4%	-0.1
新大洲 A	29.0%	9.4	2.0%	0.2	23.4%	8.1	3.7%	1.1
辽宁能源	10.8%	1.3	0.8%	0.1	7.6%	1.4	2.5%	-0.1
淮北矿业	8.5%	-0.8	0.3%	0.0	7.4%	-0.6	0.8%	-0.2
新集能源	10.6%	1.5	0.4%	0.0	5.9%	1.6	4.3%	-0.2
平均费用率	6.1%	0.8	0.7%	-0.03	4.2%	0.6	1.2%	0.2
平均费用率 (剔除中国神华)	7.1%	1.0	0.9%	-0.02	4.7%	0.8	1.5%	0.2

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.6、2024H1 上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比回落，盈利承压

2024H1 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，28 家上市煤企 2024H1 加权平均值 31.0%，同比-2.4pct；从销售净利率来看，28 家上市煤企 2024H1 加权平均值为 15.9%，同比-2.7pct；从 ROE 来看，28 家上市煤企 2024H1 加权平均值为 7.0%，同比-2.6pct。

表6: 2024H1 28 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		
	2023H1	2024H1	同比(pct)	2023H1	2024H1	同比(pct)	2023H1	2024H1	同比(pct)
甘肃能化	40.3%	33.8%	-6.50	22.3%	16.0%	-6.34	9.6%	5.5%	-4.12
神火股份	27.1%	24.5%	-2.56	15.9%	14.1%	-1.78	16.8%	11.4%	-5.40
冀中能源	34.7%	37.5%	2.77	25.2%	12.5%	-12.73	16.0%	4.6%	-11.40
山西焦煤	41.2%	31.2%	-9.96	19.9%	11.1%	-8.86	13.1%	5.1%	-8.09
电投能源	34.5%	37.9%	3.43	21.1%	24.2%	3.16	9.8%	9.3%	-0.53
郑州煤电	32.7%	25.9%	-6.82	6.8%	2.9%	-3.90	2.8%	0.6%	-2.13
兰花科创	43.2%	32.0%	-11.26	22.0%	8.9%	-13.04	8.7%	3.4%	-5.31
永泰能源	28.0%	27.6%	-0.42	7.4%	10.0%	2.67	2.3%	2.5%	0.27
兖矿能源	31.2%	32.9%	1.74	15.1%	15.1%	-0.06	11.5%	10.2%	-1.32
华阳股份	43.0%	32.0%	-11.04	22.0%	11.6%	-10.32	11.1%	4.5%	-6.63
盘江股份	30.3%	26.3%	-4.01	12.5%	1.6%	-10.92	5.4%	0.3%	-5.05
安源煤业	9.2%	4.7%	-4.53	1.7%	-3.9%	-5.67	8.6%	-23.7%	-32.33
大有能源	32.2%	14.4%	-17.85	9.0%	-18.9%	-27.83	2.9%	-7.5%	-10.43
上海能源	37.5%	24.4%	-13.08	20.8%	8.9%	-11.86	9.4%	3.7%	-5.72
山煤国际	43.7%	33.9%	-9.81	23.4%	12.6%	-10.72	20.6%	8.2%	-12.38
恒源煤电	48.7%	42.0%	-6.72	26.4%	19.5%	-6.87	9.5%	6.1%	-3.42
开滦股份	14.8%	13.2%	-1.63	4.8%	2.5%	-2.28	5.6%	3.4%	-2.20
晋控煤业	47.3%	45.0%	-2.37	26.9%	26.9%	-0.01	9.3%	8.4%	-0.92

公司 名称	毛利率			净利率			ROE		
	2023H1	2024H1	同比(pct)	2023H1	2024H1	同比(pct)	2023H1	2024H1	同比(pct)
中国神华	35.9%	32.9%	-2.98	22.8%	20.6%	-2.23	8.6%	7.3%	-1.27
昊华能源	51.3%	50.7%	-0.52	25.6%	26.3%	0.71	6.6%	7.5%	0.87
陕西煤业	37.0%	35.3%	-1.76	21.5%	20.9%	-0.62	11.7%	11.9%	0.19
平煤股份	30.6%	26.3%	-4.30	15.0%	9.3%	-5.73	9.7%	5.2%	-4.54
潞安环能	53.3%	42.6%	-10.65	27.3%	15.2%	-12.05	11.2%	4.7%	-6.45
中煤能源	24.5%	26.0%	1.57	14.3%	13.8%	-0.55	8.8%	6.7%	-2.08
新大洲 A	42.3%	40.6%	-1.63	4.5%	-4.0%	-8.50	-6.7%	-7.4%	-0.78
辽宁能源	26.8%	18.1%	-8.68	8.5%	0.4%	-8.06	4.7%	0.2%	-4.46
淮北矿业	21.1%	18.0%	-3.11	9.3%	7.4%	-1.85	10.5%	7.5%	-2.95
新集能源	40.0%	41.7%	1.69	22.3%	21.6%	-0.75	10.7%	8.4%	-2.29
加权平均	33.4%	31.0%	-2.4	18.5%	15.9%	-2.7	9.6%	7.0%	-2.6
加权平均 (剔除中国神华)	32.6%	30.3%	-2.3	17.2%	14.2%	-3.0	10.1%	6.8%	-3.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.7、2024H1 上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加

2024H1 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，2024H1 28 家上市煤企应收账款周转天数平均为 24.6 天，同比+13.3%；平均存货周转天数 22.8 天，同比+3.8%，2024H1 煤炭上市企业资金周转效率较 2023 年 H1 略有下降。

表7：2024H1 28 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)		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
甘肃能化	21.4	30.9	44.4%	50.5	59.3	17.6%
神火股份	6.4	8.8	38.7%	34.3	40.1	16.9%
冀中能源	40.7	51.6	26.8%	23.3	37.0	58.6%
山西焦煤	21.2	20.0	-5.7%	28.9	26.0	-10.0%
电投能源	25.9	27.6	6.3%	42.3	37.7	-10.8%
郑州煤电	83.8	93.4	11.4%	20.2	14.8	-27.0%
兰花科创	2.6	4.5	71.6%	27.6	37.4	35.6%
永泰能源	40.5	40.7	0.5%	17.8	14.3	-19.4%
兖矿能源	14.4	15.9	10.7%	25.0	29.1	16.5%
华阳股份	22.5	29.0	28.7%	16.4	17.6	7.2%
盘江股份	13.3	21.2	58.7%	17.7	20.1	13.3%
安源煤业	32.7	54.9	68.2%	4.5	4.7	4.1%
大有能源	39.2	57.7	47.1%	20.6	15.5	-24.9%
上海能源	13.3	14.5	8.9%	26.3	16.1	-38.8%
山煤国际	10.0	5.3	-47.0%	13.7	13.0	-5.1%
恒源煤电	6.5	4.6	-29.3%	34.0	26.7	-21.5%
开滦股份	16.4	16.3	-0.6%	19.2	21.5	11.9%

公司名称	应收账款周转天数 (天)			存货周转天数 (天)		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
晋控煤业	22.0	13.6	-38.1%	17.0	17.8	5.2%
中国神华	13.7	13.1	-4.3%	22.9	21.3	-6.8%
昊华能源	2.3	0.9	-59.8%	7.8	11.2	42.6%
陕西煤业	5.6	6.4	15.0%	12.6	13.2	4.6%
平煤股份	33.2	38.1	14.8%	8.7	7.3	-16.0%
潞安环能	25.7	36.3	41.0%	22.0	20.5	-6.8%
中煤能源	15.1	15.4	2.6%	25.6	29.0	13.3%
新大洲 A	7.1	0.5	-93.1%	24.9	38.0	52.3%
辽宁能源	33.3	31.0	-6.7%	13.0	10.6	-18.3%
淮北矿业	8.6	13.1	52.5%	20.7	20.8	0.6%
新集能源	31.1	23.9	-23.3%	18.2	18.5	1.5%
算数平均	21.7	24.6	13.3%	22.0	22.8	3.8%
算术平均 (剔除中国神华)	22.0	25.0	13.7%	22.0	22.9	4.2%

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小幅下降

2024H1 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小幅下降。2024H1 28 家上市煤企经营性现金流合计为 1395 亿元，同比减少 18 亿元，降幅为 1.3%；资产负债率平均为 45.8%，同比-1.4pct；现金流动负债比率 19.4%，同比+0.7pct。剔除中国神华，27 家上市煤企经营性现金流为 869 亿元，同比减少 81 亿元，降幅为 8.5%；资产负债率平均为 51.2%，同比-1.2pct；现金流动负债比率为 15.1%，同比-0.4pct。综合来看，上市煤企资产负债率同比小幅下降，经营性现金流较 2023H1 小幅减少，导致除中国神华外的上市煤企现金流动负债比率同比小幅下降。

表8：2024H1 28 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小幅下降（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		
	2023H1	2024H1	同比 (%)	2023H1	2024H1	同比 (pct)	2023H1	2024H1	同比 (pct)
甘肃能化	670	304	-54.6%	48.4%	44.5%	-3.9	10.0%	5.5%	-4.5
神火股份	4,609	4,069	-11.7%	64.7%	57.7%	-7.0	13.0%	15.9%	2.9
冀中能源	1,145	1,138	-0.7%	51.6%	53.1%	1.5	5.9%	5.3%	-0.6
山西焦煤	4,467	1,860	-58.4%	52.1%	45.4%	-6.7	15.7%	8.2%	-7.5
电投能源	3,429	3,927	14.5%	31.5%	28.8%	-2.7	50.4%	63.4%	13.0
郑州煤电	219	211	-3.6%	79.5%	78.9%	-0.5	2.2%	2.1%	-0.1
兰花科创	1,125	631	-43.9%	50.5%	48.9%	-1.6	11.5%	7.0%	-4.5
永泰能源	2,993	3,037	1.5%	52.9%	51.3%	-1.6	15.3%	13.8%	-1.6
兖矿能源	8,661	12,620	45.7%	61.8%	65.6%	3.8	8.8%	11.3%	2.5
华阳股份	3,075	140	-95.4%	54.7%	53.7%	-1.0	14.8%	0.6%	-14.2
盘江股份	796	108	-86.4%	60.8%	69.6%	8.9	8.4%	0.9%	-7.5
安源煤业	142	26	-81.9%	94.1%	96.1%	2.1	1.9%	0.4%	-1.5
大有能源	824	490	-40.6%	64.3%	68.3%	4.0	6.9%	4.0%	-2.9
上海能源	158	465	195.1%	35.3%	35.9%	0.6	3.9%	13.9%	9.9

公司名称	经营性现金流			资产负债率			现金流动负债比率		
	2023H1	2024H1	同比 (%)	2023H1	2024H1	同比 (pct)	2023H1	2024H1	同比 (pct)
山煤国际	2,888	2,381	-17.6%	53.0%	51.6%	-1.4	16.4%	21.1%	4.7
恒源煤电	2,071	962	-53.5%	42.4%	40.0%	-2.3	33.7%	16.1%	-17.6
开滦股份	363	199	-45.3%	45.9%	45.0%	-0.9	3.6%	2.2%	-1.4
晋控煤业	3,542	2,530	-28.6%	45.4%	33.5%	-11.9	24.4%	25.8%	1.4
中国神华	46,349	52,668	13.6%	31.8%	29.8%	-2.0	32.8%	37.2%	4.4
昊华能源	1,692	2,497	47.5%	52.4%	48.7%	-3.7	48.9%	45.7%	-3.2
陕西煤业	16,978	19,967	17.6%	39.7%	35.4%	-4.3	26.2%	47.3%	21.1
平煤股份	6,532	4,693	-28.1%	64.6%	60.3%	-4.4	20.7%	17.0%	-3.7
潞安环能	3,087	2,854	-7.5%	45.7%	40.8%	-4.9	9.5%	11.1%	1.6
中煤能源	17,035	14,890	-12.6%	49.9%	48.0%	-1.9	17.3%	14.8%	-2.5
新大洲 A	131	21	-84.3%	65.2%	58.3%	-6.9	8.2%	1.8%	-6.4
辽宁能源	223	-308	-238.0%	61.4%	58.1%	-3.3	2.8%	-5.0%	-7.8
淮北矿业	6,146	5,399	-12.2%	54.1%	49.2%	-4.9	22.9%	19.0%	-3.8
新集能源	1,955	1,755	-10.2%	59.5%	60.0%	0.6	18.7%	17.3%	-1.4
合计/加权平均	141,306	139,534	-1.3%	47.1%	45.8%	-1.4	18.7%	19.4%	0.7
合计/加权平均 (剔除中国神华)	94,957	86,866	-8.5%	52.4%	51.2%	-1.2	15.4%	15.1%	-0.4

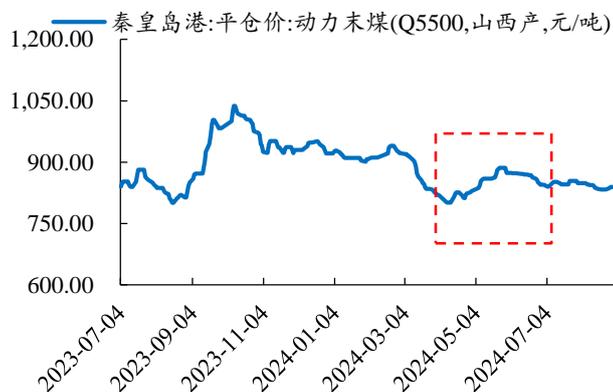
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、2024Q2 综述：煤价整体偏弱，煤企业绩环比回落

2.1、2024Q2 动力煤价同环比回落，焦煤价格同比提高但环比下滑

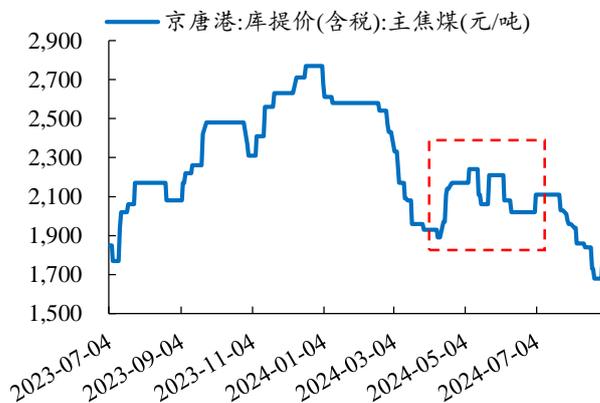
2024Q2 动力煤价同环比回落，焦煤价格同比提高但环比下滑。分煤种以及均价水平来看，2024Q2 秦皇岛港山西产 Q5500 平仓均价为 848 元/吨，同比-7.2%，环比-5.9%；2024Q2 京唐港主焦煤(山西产)均价为 2092 元/吨，同比+8.0%，环比-13.3%。整体来看，2024Q2 动力煤价格同比、环比均有不同程度下跌，炼焦煤价格同比有所上升，但环比延续下跌。

图13：2024Q2 秦港动力煤价格环比-5.9%



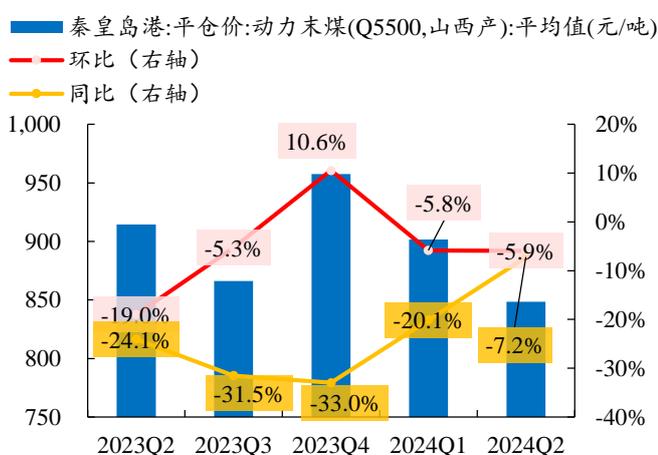
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14：2024Q2 京唐港主焦煤价格环比-13.3%



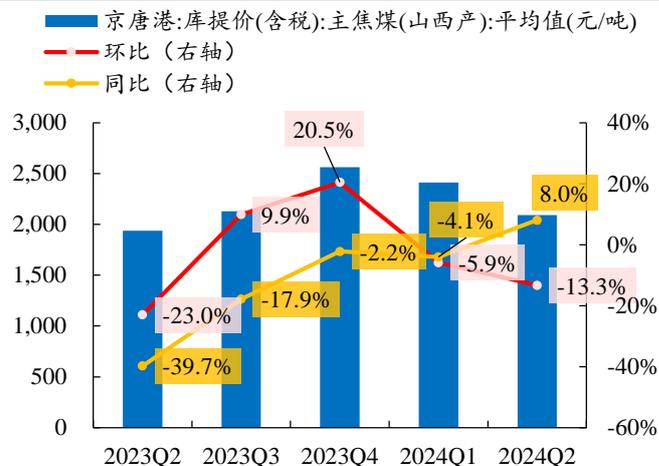
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2024Q2 秦港动力煤价格 848 元/吨, 同比下跌 7.2%, 环比下跌 5.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2024Q2 京唐港主焦煤价格 2092 元/吨, 同比提高 8.0%, 环比下跌 13.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、2024Q2 煤炭价格承压，上市煤企业绩环比回落

2024Q2 单季上市煤企业绩环比下滑。28 家上市煤企 2024Q2 单季合计实现营业收入 3272 亿元，环比-0.9%；归母净利润 393 亿元，环比-7.9%；扣非后归母净利润 382 亿元，环比-11.8%。剔除中国神华后，27 家上市煤企 2024Q2 单季合计实现营业收入 2467 亿元，环比+1.8%；归母净利润 257 亿元，环比-4.1%；扣非后归母净利润 252 亿元，环比-18.7%。Q2 单季业绩下滑，整体由煤价走势疲弱所致。晋陕蒙煤矿开工率 2024Q2 均值为 83.1%，同比-1.6pct，环比 2.9pct，安监影响逐渐减小，环比来看煤企供应有所改善，但由于 2024Q2 煤价延续回落，拖累煤企 Q2 业绩表现。

表9: 2024Q2 单季 28 家上市煤企业绩环比回落 (百万元)

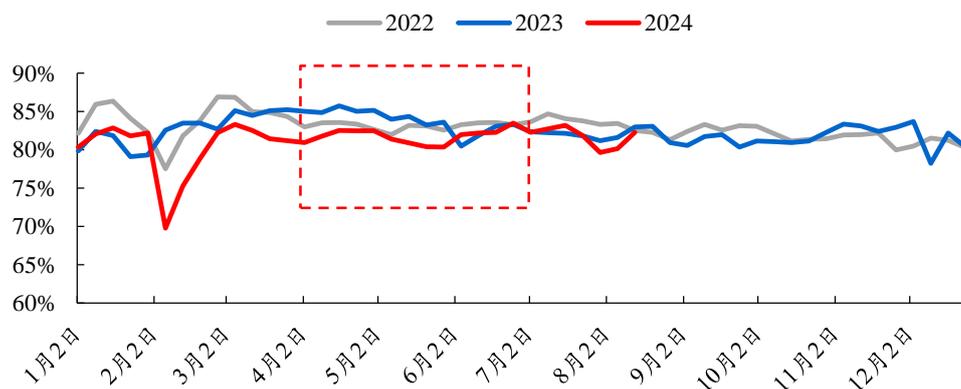
公司名称	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2024Q1	2024Q2	环比	2024Q1	2024Q2	环比	2024Q1	2024Q2	环比
甘肃能化	2,822	2,803	-0.7%	536	361	-32.8%	529	319	-43.5%
神火股份	8,223	9,998	21.6%	1,091	1,194	9.4%	1,013	1,143	35.7%
冀中能源	5,333	4,778	-10.4%	708	293	-58.6%	704	295	21.0%
山西焦煤	10,552	11,018	4.4%	950	1,016	6.9%	896	983	1.8%
电投能源	7,345	6,782	-7.7%	1,944	1,000	-48.6%	1,914	965	-10.9%
郑州煤电	1,138	1,024	-10.0%	34	-23	-169.3%	33	-20	—
兰花科创	2,262	3,215	42.1%	135	417	208.9%	134	420	-21.1%
永泰能源	7,321	7,191	-1.8%	467	723	54.9%	471	641	21.1%
兖矿能源	39,633	32,678	-17.5%	3,757	3,812	1.5%	3,667	3,631	3.4%
华阳股份	6,158	6,041	-1.9%	867	432	-50.2%	780	435	-32.1%
盘江股份	1,949	2,097	7.6%	21	16	-25.2%	3	-48	-157.6%
安源煤业	1,146	1,515	32.2%	-97	-8	—	-95	-4	—
大有能源	1,409	1,191	-15.5%	-270	-220	—	-269	-216	—

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2024Q1	2024Q2	环比	2024Q1	2024Q2	环比	2024Q1	2024Q2	环比
上海能源	2,320	2,535	9.3%	303	169	-44.2%	300	170	-351.0%
山煤国际	6,356	7,701	21.2%	583	707	21.3%	603	777	-62.9%
恒源煤电	2,051	1,842	-10.2%	431	327	-24.1%	433	337	-27.7%
开滦股份	5,372	5,284	-1.6%	209	272	30.1%	198	269	-51.8%
晋控煤业	3,658	3,721	1.7%	780	656	-15.9%	784	640	33.0%
中国神华	87,647	80,431	-8.2%	15,884	13,620	-14.3%	16,460	13,021	1.46%
昊华能源	2,413	2,322	-3.8%	452	407	-9.9%	450	421	-83.1%
陕西煤业	40,449	44,287	9.5%	4,652	5,904	26.9%	5,354	5,828	6.0%
平煤股份	8,244	8,010	-2.8%	740	652	-11.9%	755	653	4.7%
潞安环能	8,659	8,995	3.9%	1,288	939	-27.1%	1,285	964	-67.2%
中煤能源	45,395	47,589	4.8%	4,970	4,818	-3.0%	4,892	4,764	-42.0%
新大洲 A	205	198	-3.3%	-17	-10	—	-14	-5	—
辽宁能源	1,574	1,082	-31.3%	83	-71	-186.1%	85	-20	—
淮北矿业	17,322	19,914	15.0%	1,590	1,346	-15.4%	1,565	1,322	-30.7%
新集能源	3,058	2,927	-4.3%	598	578	-3.3%	582	556	-74.3%
合计	330,015	327,170	-0.9%	42,689	39,326	-7.9%	43,511	38,244	-11.8%
合计 (剔除神华)	242,368	246,739	1.8%	26,805	25,706	-4.1%	27,051	25,223	-18.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比变动，以“—”代替。

图17：2024Q2 晋陕蒙三省煤矿开工率环比+2.9pct



资料来源：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

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，并将在箱体区间里窄幅震荡，我们预判价格区间是 800-1000 元。

我们一直判断港口动力煤价在 800 元存在很强支撑，4 月上旬已被验证，主要原因：一是产地开工率受安监的影响下降且较高煤价也能一定程度纾解地方财政压力；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 元港口价格的临界值影响；四是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，布油 70 美金与港口煤价 800 元所制烯烃成本相当。对于动力煤高点判断，我们更多关注是政策的要求、电厂采购行为、煤化工的加强变量(煤油价格联动与地缘政治)，三方面综合来看价格高点有望上涨至 1000 元。

炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，当前仍处于低位，具备向上修复的弹性且是完全弹性。之前我们判断通过“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 元支撑，则炼焦煤价格存在 1920 元的支撑，4 月中旬已被验证。当前炼焦煤价格出现明显超跌，主要是因为蒙古进口煤通过较大且需求(铁水日均产量)走弱。后续炼焦煤价格更多依赖于供给端的进口限量以及地产稳增长政策持续出新，如此则炼焦煤价格存在向上修复的弹性。

煤炭股高股息投资逻辑仍是主线。因为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 7 月 25 日发布的《煤炭黄金时代 2.0，向合理且可持续高盈利转型》来看，在 2024 年的盈利水平之下多数煤炭公司仍有很高股息率；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，当股息率回落至市场锚定股息率数值时，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的静态市盈率 PE 远低于中国神华，中国神华是煤炭板块提估值的典范且有望作为板块估值提升的锚。

煤炭股周期弹性投资逻辑也将重现。当前无论动力煤和炼焦煤价格均处于低位，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。

煤炭板块有望迎来重新布局的起点。一是高分红且多分红已成趋势。2024 年中报发布完毕，7 家上市煤企公告中期分红方案(兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源)，对比 2023 年无煤企实施中期分红、过去 5 年合计仅 4 家次中期分红，凸显 2024 年央企市值管理改革对央企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，当前已经积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。**二是产业资本入局预示行情底部来临。**2024 年 7 月以来板块回调较大，广汇能源、兖矿能源等相继披露增持方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。**三是原油价格难带跌煤炭价格。**哈里斯接替拜登后，特朗普当选不确定性提高，即使当选，在页岩油企业边际成本支撑下，叠加 OPEC 或减产对冲，预计布油很难跌破 70 美元，据煤油价格联动测算，动力煤也很难跌破 800 元。

多维度精选煤炭个股将获得超额收益。一是动力煤业绩稳健、存在高分红或潜力，推荐【中国神华、中煤能源】、受益标的【陕西煤业】，年度长协占比

多，股息率高或者有提升潜力；二是动力煤煤电一体化、具备高成长，推荐【**新集能源、甘肃能化**】，未来公司整体业绩对煤炭价格敏感性减弱，且具备主业成长性；三是动力煤弹性、具备高成长，推荐【**广汇能源、山煤国际、晋控煤业、兖矿能源**】，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹，且有自建矿、资产注入等成长性；四是炼焦煤超跌反弹，推荐【**平煤股份、淮北矿业、潞安环能、山西焦煤**】，周期品属性且受益价格底部反弹。

表10：主要煤炭上市公司盈利与股息率测算

上市公司	股价（元）	归母净利润（亿元）		PE		PB	分红比例		股息率	评级
	2024/9/3	2023A	2024E	2023A	2024E	2024/9/3	2024E	2024E		
中国神华	41.08	596.94	580.78	13.67	14.07	2.32	75.2%	5.5%	买入	
潞安环能	14.30	79.22	41.42	5.40	10.36	0.93	60.0%	5.9%	买入	
盘江股份	5.33	7.32	3.12	15.62	35.53	1.06	82.1%	2.3%	买入	
山西焦煤	7.95	67.71	44.45	6.66	10.19	1.27	67.1%	6.7%	买入	
平煤股份	9.39	40.03	30.77	5.50	7.57	0.98	60.6%	8.1%	买入	
山煤国际	11.84	42.60	30.76	5.51	5.69	1.49	60.0%	7.8%	买入	
神火股份	14.89	59.05	51.30	5.67	6.53	1.64	30.5%	4.7%	买入	
淮北矿业	14.53	62.25	57.54	5.79	6.79	0.97	42.6%	6.2%	买入	
兖矿能源	14.63	201.40	154.75	5.40	5.17	2.59	70.0%	10.0%	买入	
电投能源	17.02	45.60	55.16	8.37	6.92	1.17	35.5%	5.1%	买入	
晋控煤业	14.66	33.01	33.94	7.43	7.22	1.42	40.1%	5.6%	买入	
广汇能源	6.23	51.73	46.10	7.91	8.90	1.58	0.7元/股	11.4%	买入	
甘肃能化	2.49	17.38	20.65	7.67	6.38	0.81	30.8%	4.9%	买入	
中煤能源	14.09	195.34	196.19	9.56	9.52	1.32	45.0%	4.9%	买入	
兰花科创	8.43	20.98	12.03	5.97	10.41	0.78	53.1%	5.1%	买入	
华阳股份	7.28	51.79	27.11	5.07	9.71	0.98	50.0%	5.2%	买入	
昊华能源	8.85	10.40	17.55	12.25	7.25	1.09	48.5%	6.8%	买入	
永泰能源	1.09	22.66	24.10	10.69	9.91	0.51	5.4%	0.5%	增持	
新集能源	8.25	21.09	25.11	10.13	8.51	1.48	18.4%	2.2%	买入	
陕西煤业	24.80	212.39	218.03	11.32	11.03	2.71	64.9%	5.9%	未评级	
冀中能源	5.58	49.44	27.77	3.99	7.10	0.92	68.3%	9.7%	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是主要产电形式，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3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