

煤炭开采洗选

煤炭行业 2024 年中报综述

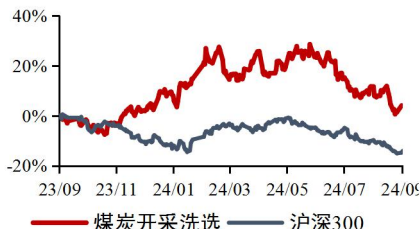
领先大市-A(维持)

上市公司产销好于行业，关注非电需求回升

2024 年 9 月 19 日

行业研究/行业分析

煤炭开采洗选板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证煤炭开采洗选】价格中枢回升，关注四季度业绩表现-【山证煤炭】煤炭行业 2023 年三季报综述： 2023.11.8

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：产量增速回落，非电需求有望增长。**供给端，2024 年上半年受安监形势较严，国内煤炭产量增速放缓，全国煤炭产量累计实现 22.66 亿吨，较去年同比减少 1.52%，但 7 月起产量有所恢复。进口方面，受价差及汇率影响，澳大利亚、蒙古煤炭进口增幅较大，合计增速 12.5%。需求端，受水电及新能源出力影响，上半年火电增速低于用电量增速；非电端煤炭需求受下游利润差开工低影响也有所减少。综合影响下，上半年煤炭价格继续回落，2024 年上半年山西优混 Q5500 市场均价为 878.34 元/吨，同比变化-14.48%。

➢ **报表总结：2023 年 H1 业绩继续回调，但毛利率仍处高位。**2024H1 申万煤炭开采 30 家上市公司合计营业总收入 6815 亿元，同比-7.15%；实现合计归母净利润 816 亿元，同比变化-24.03%；申万煤炭开采板块 25 家煤炭上市公司 2024 年上半年合计实现煤炭产量 5.85 亿吨，同比变化-1.16%；25 家上市公司合计产量占全国上半年煤炭总产量约为 25.8%，较去年同期提高 0.1 个百分点。25 家上半年实现煤炭销量 7.39 亿吨，同比-2.52%。可比样本 15 家煤炭上市公司平均实现吨煤毛利（算数平均）为 177.19 元/吨，吨煤净利润为 78.46 元/吨，较 2023 年均值分别变化-10.31%和-5.77%；下滑的原因主要是煤炭价格回调，但仍处于 2015 年以来相对高位。

➢ **指标排名：产、销同增，营收及利润回落。**2024 年上半年煤炭上市公司平均产、销量整体回落，但有 9 家公司受核增产能落地等影响，产量和销量实现增长。营收及归母净利润也整体回落，但部分公司因为煤炭产量、销量同比增加，煤电一体化弥补损失或非煤营收增长等因素，实现了营收或归母净利润的增长；上半年营收增速为正的分别是淮河能源、昊华能源、苏能股份、电投能源和平煤股份。归母净利润为正值且增幅居前的公司分别为淮河能源、昊华能源、电投能源和晋控煤业。

➢ **投资策略：**预计供需整体维持相对平衡，我们认为三、四季度煤炭价格不存在暴涨或暴跌的预期；叠加产能利用率回升，煤炭公司业绩存修复预期；另外，当前无风险利率仍处于较低水平，高息资产稀缺，煤炭高股息敞口仍对绝对收益导向资金有吸引力。关注排序：高确定性>煤电一体布局>山西复产。高确定性方面，相关标的胜率较高，首选业绩“高确定性+分红提升预期较强”的【中煤能源】。煤电一体方面，业务模式本身具有抗风险属性，煤炭方面长协增加稳定预期，火电方面容量电价提升安全边际，关注“全产业链+稳定高分红”的【中国神华】、“业绩稳定性较强+煤电一体化布局”



的【陕西煤业】、“电力供需相对紧张区域+煤炭覆盖度相对较高”的【新集能源】。山西复产方面，前期利空集中释放，或存在超跌情况。近期利空出尽，可择机布局。考虑“复产预期+超跌空间+资源接续机会”等因素，赔率较大。关注【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。

风险提示：价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；海外煤价大幅下跌；其他扰动因素。

目录

1. 行业基本面观察：产量增速回落，非电需求有望增长.....	6
1.1 国内供给：上半年产量整体增长，但月度产量增速回落.....	6
1.2 煤炭进口：进口煤增速回落，内外贸价差大幅缩小.....	7
1.3 煤炭需求：上半年非电端拉低煤炭需求.....	9
1.4 煤炭价格：价格中枢回落，但仍处 2011 年以来高位.....	11
2. 报表总结：2024H1 业绩回调，但毛利率仍处高位.....	13
2.1 2024H1 板块归母净利受煤价影响下滑.....	13
2.2 产、销量同增，吨煤售价和成本双降.....	14
2.3 平均吨煤毛利有所下降.....	16
2.4 盈利质量提升，资产负债表继续修复.....	16
3. 指标排名：产、销同增，营收及利润回落.....	18
4. 投资策略：下半年关注非电需求回升，关注炼焦煤个股.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1： 国内煤炭产量季度累计值及同比.....	6
图 2： 国内煤炭产量当月及同比、环比.....	6
图 3： 2024H1 煤炭进口量同比增加.....	7
图 4： 历年煤及褐煤进口量当月值(万吨).....	7
图 5： 动力煤国内外价差及贸易价差.....	8
图 6： 京唐港主焦煤价格及内外贸价差.....	8
图 7： 国内动力煤进口量（当月值，万吨）.....	9
图 8： 炼焦煤进口量（当月值，万吨）.....	9

图 9: 分国别煤炭进口量(当月值, 万吨)	9
图 10: 分国别炼焦煤进口量(当月值, 万吨).....	9
图 11: 2024 年 H1 火电产量及同比增速.....	10
图 12: 2024H1 水泥产量及同比增速.....	10
图 13: 2024 年 H1 焦炭产量及同比增速.....	10
图 14: 2024 年 H1 生铁产量及同比增速.....	10
图 15: 2024 年 H1 山西优混 Q5500 市场价回落.....	11
图 16: 动力煤均价中枢降低.....	11
图 17: 上半年炼焦煤价格低位震荡.....	11
图 18: 2024H1 炼焦煤均价继续回落.....	11
图 19: 2024H1 焦炭价格中枢继续回落.....	12
图 20: 2023 年焦炭利润维持偏低水平.....	12
图 21: 2015-2024H1 煤炭上市公司销售毛利率与净利率.....	13
图 22: 2016-2024H1 煤炭上市公司(25 家)产销量及增长率.....	14
图 23: 2015-2024H1 样本煤炭上市公司(15 家)平均吨煤售价及吨煤成本.....	15
图 24: 2015-2024H1 年样本煤炭上市公司(15 家)平均吨煤毛利和净利.....	16
图 25: 2011-2024H1 煤炭上市公司应收账款及应收票据占营业收入比重(%)	17
图 26: 2011-2024H1 板块经营净现金/归母净利润.....	17
图 27: 2011-2024H1 煤炭开采板块上市公司资产负债率.....	17
表 1: 2024H1 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(30 家煤炭公司统计)(单位: 亿元, %)	13
表 3: 2023H1 煤炭板块上市公司煤炭产量、销量及增幅排名(单位: 万吨, %)	18



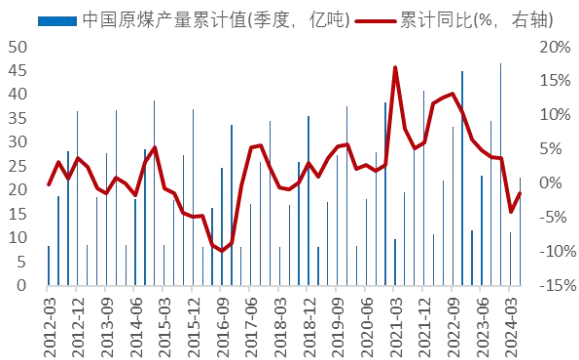
表 4: 2024H1 煤炭板块上市公司营业收入、净利润及增速排名 (单位: 亿元, %)19

1. 行业基本面观察：产量增速回落，非电需求有望增长

1.1 国内供给：上半年产量整体增长，但月度产量增速回落

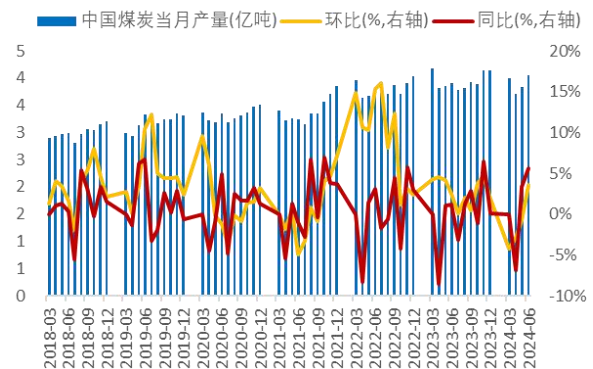
上半年国内产量同比减少，7月产量有所恢复。2024年上半年受安监形势较严，如煤炭行业“三超”及隐蔽工作面转项治理等影响，国内煤炭产量增速放缓，1-6月全国煤炭产量累计实现22.66亿吨，较去年同比减少1.52%。但6、7月后应峰度夏保供及安监形势有所好转等影响下，山西、新疆等主产地煤炭产量有所恢复，7月国内煤炭产量实现3.90亿吨，同比增速为3.40%、比上半年月均产量增长3.38%。7月单日平均产量为1259万吨，比上半年最高日均产量的1245万吨增加1.16%，日产量小幅增长。

图1：国内煤炭产量季度累计值及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

图2：国内煤炭产量当月及同比、环比



资料来源：wind，山西证券研究所

上半年山西煤炭生产明显减量。从结构上看，由于山西产量下降，2024年上半年国内煤炭产量排名前五的省份仍为内蒙古、山西、陕西、新疆和贵州，但山西省排名下降一位；五省分别实现原煤产量63387万吨、58789万吨、37553万吨、23985万吨、6743万吨，同比增速分别为4.44%、-13.34%、0.76%、13.40%、8.15%；五省贡献原煤增量分别为2695万吨、-9050万吨、281万吨、2834万吨、508万吨，山西省减量抵销了其他四省增量。上述五省上半年合计煤炭产量190456万吨，占全国原煤产量的84.07%，占比继续提高0.09个百分点。除上述五地区外，其他地区合计煤炭产量36095万吨，减量772万吨，幅度约-2.09%。总体来说，上半年产量同比下滑的情况下，由于五省外非主产地产量也继续下滑，国内煤炭向西部地区集中的趋势进一步加深。预计下半年安监形势持续，但受山西复产影响，主产地煤炭产量有一定增加；

非主产地受资源禀赋影响，后期产量将继续收缩。

表 1：2024H1 分省份煤炭产量、增速及增量贡献率

省份	2024H1 产量 (万 吨)	2023H1 产量 (万 吨)	增速 (%)	增量 (万 吨)	增量贡献 (%)
全国合计	226551	230054	-1.52%	-3503	-0.00%
山西	58789	67838	-13.34%	-9050	-258.34%
内蒙古	63387	60692	4.44%	2695	-76.93%
陕西	37553	37271	0.76%	281	-8.03%
新疆	23985	21151	13.40%	2834	-80.91%
贵州	6743	6235	8.15%	508	-14.50%
其他省份	36095	36867	-2.09%	-772	22.04%

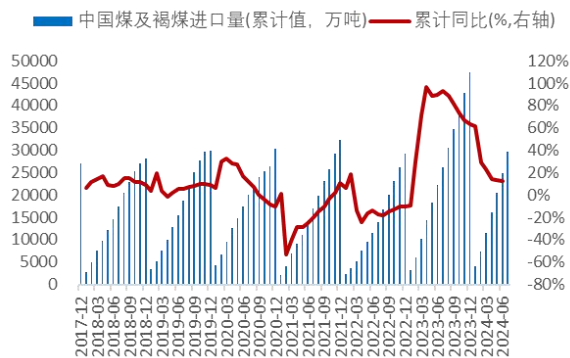
资料来源：wind、CCTD、山西证券研究所

1.2 煤炭进口：进口煤增速回落，内外贸价差大幅缩小

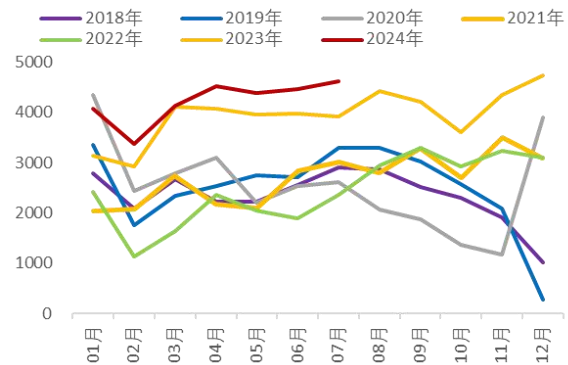
俄乌冲突影响海外煤炭贸易，中外价格倒挂抑制进口。2024 年上半年国际能源供应链重构基本稳定，供给侧对能源价格的影响减弱；同时，美元降息屡次走空，主要国家和地区经济增速回落，能源需求下行；另外，欧洲天气偏温和，叠加新能源装机及水电出力增加，对煤炭需求形成一定挤出效应。而供给方面，由于 2020 年以的高利润空间导致国际煤炭产能增加，综合影响的供需错配下，国际煤炭价格整体维持低位震荡。国际煤炭贸易以需求为主导，继续向亚太地区流动，汇率的影响也对我国煤炭进口产生了一定影响。上半年国内煤及褐煤进口量实现 24957 万吨，同比+12.5%，略超预期。但随着美元降息落地，海外需求或将恢复，叠加后半年新能源及水电出力季节性回落，叠加迎峰度冬需求将至，海外煤价或将有所增长，下半年国内进口煤数量或将有所回落。

图 3：2024H1 煤炭进口量同比增加

图 4：历年煤及褐煤进口量当月值(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

图 5：动力煤国内外价差及贸易价差



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：京唐港主焦煤价格及内外贸价差

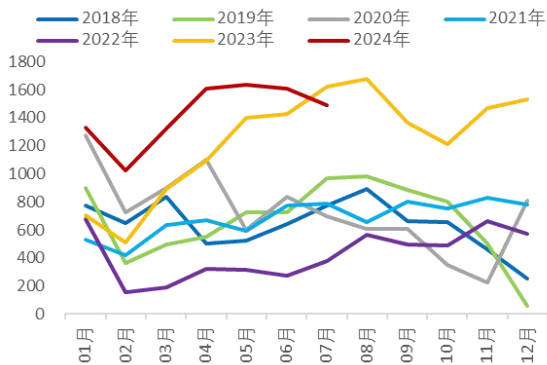


资料来源：wind，山西证券研究所

从煤种来看，炼焦煤进口增量不大；从国别来看，澳煤和俄罗斯煤贡献主要进口增量。从煤种结构上来看，2024 年以来动力煤进口量大幅增加，1-6 月份累计进口动力煤 8531.45 万吨，同比增长 41.70%；炼焦煤进口量维持高位，1-6 月份累计 5718.66 万吨，同比增长 26.55%。从进口国别来看，俄煤受制裁、运输受阻和成本增加等影响，叠加俄罗斯政府 3 月开始重新对煤炭出口征收与卢布汇率挂钩的弹性出口关税，俄煤竞争力减弱，中俄煤炭贸易量有所减少，1-6 月累计 4333 万吨，减少 771 万吨，降幅 15.1%。但因与澳大利亚煤炭贸易恢复及价差影响下澳煤流向转向国内，1-6 月累计进口澳大利亚煤炭 3665.46 万吨，同比增加 2010 万吨，由于基数较低，变化幅度达到+121.46%，是国内煤炭进口的第一大增量；蒙煤受运输条件改善影

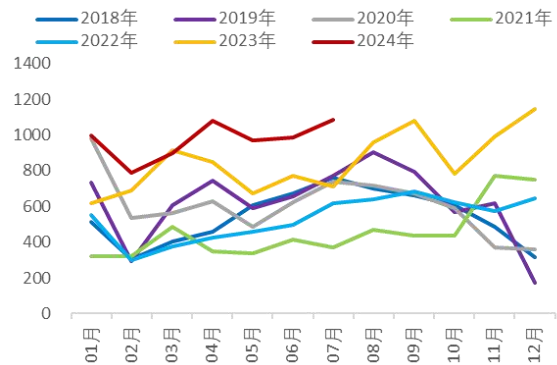
响有所增加，我国 1-6 月累计进口蒙古煤炭 3803 万吨，同比增加 983 万吨，变化幅度达到 +34.87%；其中进口蒙古炼焦煤 2954 万吨，同比增加+32.76%。受季节性影响，预计下半年海外能源需求恢复及能源价格反弹，国内外贸易价差持续低位，我国煤炭进口增速或将降低。

图 7：国内动力煤进口量（当月值，万吨）



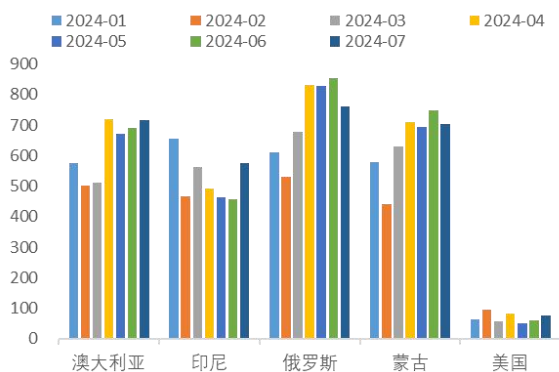
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：炼焦煤进口量（当月值，万吨）



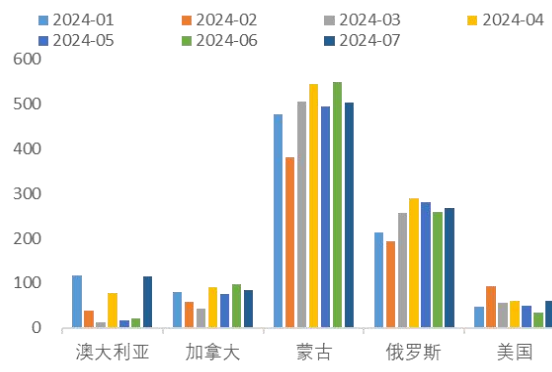
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：分国别煤炭进口量（当月值，万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：分国别炼焦煤进口量(当月值，万吨)



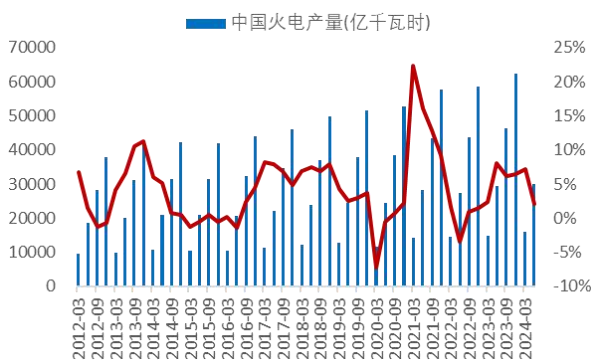
资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 煤炭需求：上半年非电端拉低煤炭需求

2024 年上半年火电产量继续增长。2024 年上半年，我国 GDP（不变价）累计同比增速 5%，经济维持中高速增长；三次产业用电量均有所增长，全社会用电量达到 4.66 万亿千瓦时，同比

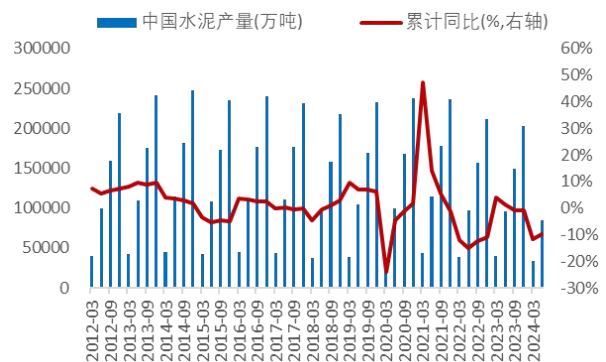
增长 8.1%，较去年同期高出 3.1 个百分点，保持了较快增速。火电发电量方面，虽然水电发力叠加新能源增长对火电有一定的挤出效应，但用电高增长下，火电仍实现一定的增量。1-6 月累计火电发电量 30053 亿千瓦时，同比增长 2.02%，预计火电需求达峰尚需时日。2024 年上半年火电发电量占比 67.76%，同比降低 2.92 个百分点，受水电大发及新能源出力影响，火电占比有所降低，但仍是我国电力市场最主要构成。

图 11：2024 年 H1 火电产量及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

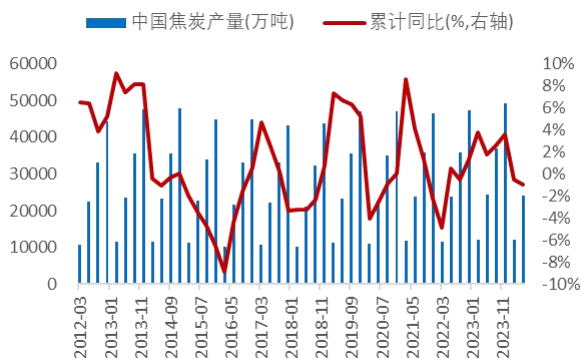
图 12：2024H1 水泥产量及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

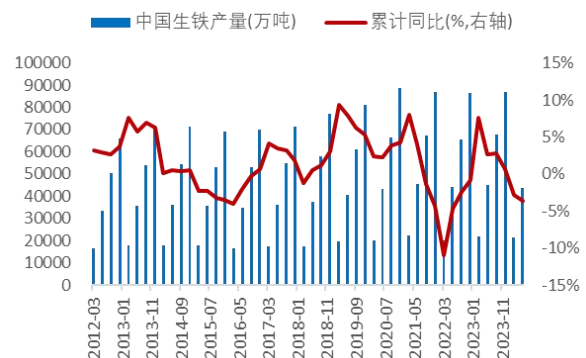
上半年地产继续探底，非电煤炭需求有所减少。2024 年上半年水泥产量实现 8.50 亿吨，同比降 10%；同期焦炭产量实现 2.42 亿吨，同比-0.92%；生铁产量实现 4.36 亿吨，同比-3.6%。上半年地产产业链继续探底，下游主要产品产量以下降为主，低于煤炭产量增速，即非电端的煤炭需求整体较差，带动煤炭供需错配。下半年宏观政策改善预期仍存，地产政策边际改善及专项债加速等影响下，预计下半年地产开工将有所增加，非电端煤炭需求或将有所恢复。

图 13：2024 年 H1 焦炭产量及同比增速



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 14：2024 年 H1 生铁产量及同比增速



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 煤炭价格：价格中枢回落，但仍处 2011 年以来高位

上半年动力煤价格合理回调，但均价仍处于相对高位。2024 年上半年山西优混 Q5500 市场均价为 878.34 元/吨，同比变化-14.48%。主要原因为上半年非电端煤炭需求下滑及进口煤增量影响。分季度来看，煤价呈现前高后低状态，其中一季度均价为 908 元/吨，同比-20.2%；二季度均价为 852 元/吨，同比变化-8.25%；但当前动力煤均价仍远高于疫情前，煤炭行业景气度仍处于较好时期。

图 15：2024 年 H1 山西优混 Q5500 市场价回落



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：动力煤均价中枢降低



资料来源：wind，山西证券研究所

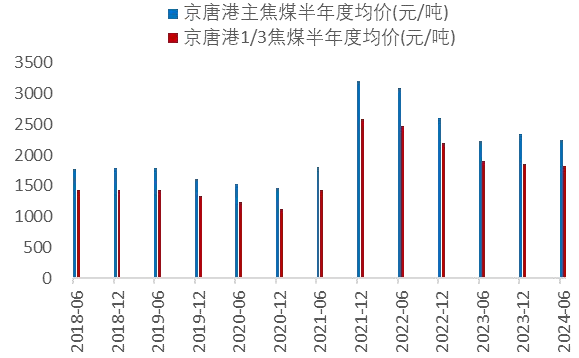
炼焦煤价格 Q2 下行，7 月以后随地产边际改善有所上涨。2024 年上半年京唐港主焦煤均价为 2038 元/吨，同比变化-14.22%；主要受地产表现不佳及进口煤增量影响。分季度来看，炼焦煤均价呈现前低后高现象，其中京唐港主焦煤库提价一季度均价为 2412 元/吨，同比变化-4.06%；二季度均价为 2092 元/吨，同比变化+8.04%；三季度以来受基建政策调整，下游盈利能力较差影响开工等因素影响，焦煤价格回落，截止 9 月 18 日，京唐港主焦煤库提价三季度均价 1909.3 元/吨，同、环比分别变化-10.25%、-8.73%。

图 17：上半年炼焦煤价格低位震荡

图 18：2024H1 炼焦煤均价继续回落



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

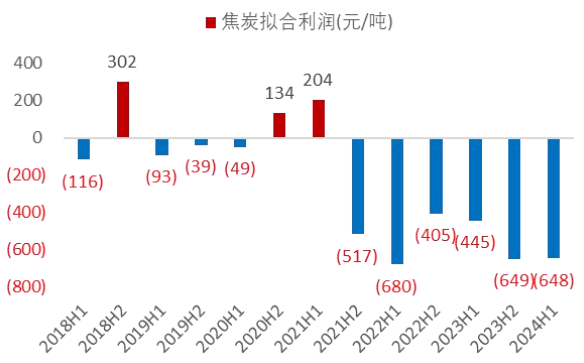
成本逻辑主导，焦炭价格走低，利润维持偏低水平。2024年上半年天津港国产冶金焦平仓价均价为2038元/吨，同比变化-14.22%；拟合焦化厂利润为-648元/吨，较去年同期继续降低，上半年焦化利润仍然较差。

图 19：2024H1 焦炭价格中枢继续回落



资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：2023 年焦炭利润维持偏低水平



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 报表总结：2024H1 业绩回调，但毛利率仍处高位

2.1 2024H1 板块归母净利润受煤价影响下滑

上半年板块营收、归母回落。2024H1 申万煤炭开采 30 家上市公司合计营业总收入 6815 亿元，同比-7.15%，实现合计归母净利润 816 亿元，同比变化-24.03%；分季度来看，受量价同降影响，2024 年 Q1、Q2 经营业绩均有所回落。2024 年 Q1、Q2 分别实现营收 3429、3386 亿元，同比变化-10.25%、-3.79%，Q2 环比 Q1 变化-1.24%；Q1、Q2 分别实现归母净利润 426、390 亿元，同比变化-32.25%、-12.45%，环比变化-8.4%。

表 2：煤炭板块利润表（30 家煤炭公司统计）（单位：亿元，%）

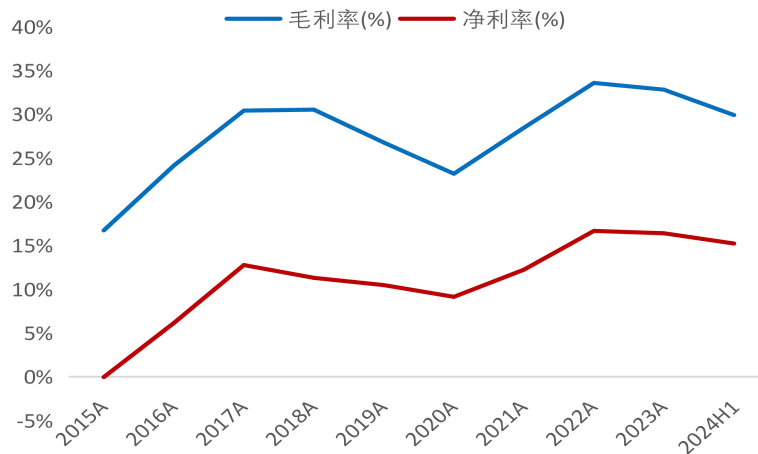
项目	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	Q1oQ1 (%)	2024 Q2	Q2oQ2 (%)	2023 H1	2024 H1	YoY (%)
营业总收入	3,820.67	3,519.74	3,528.98	3,287.61	3,428.91	-10.25%	3,386.32	-3.79%	7,340.29	6,815.23	-7.15%
营业总成本	2,912.91	2,817.27	2,864.33	2,696.69	2,773.49	-4.79%	2,803.31	-0.50%	5,729.86	5,576.80	-2.67%
销售毛利率	23.76%	19.96%	18.83%	17.97%	19.11%	-19.55%	17.22%	-13.74%	21.94%	18.17%	-17.17%
营业费用	26.17	24.18	28.87	29.43	21.88	-16.39%	23.190	-4.09%	50.35	45.07	-10.49%
营业费用率	0.68%	0.69%	0.82%	0.90%	0.64%	-6.84%	0.68%	-0.32%	0.69%	0.66%	-3.59%
管理费用	128.51	137.57	159.59	199.84	141.31	9.96%	144.99	5.39%	266.08	286.30	7.60%
管理费用率	3.36%	3.91%	4.52%	6.08%	4.12%	22.52%	4.28%	9.55%	3.62%	4.20%	15.89%
财务费用	37.15	35.62	46.33	43.58	37.17	0.05%	39.83	11.82%	72.77	77.00	5.81%
财务费用率	0.97%	1.01%	1.31%	1.33%	1.08%	11.49%	1.18%	16.22%	0.99%	1.13%	13.96%
利润总额	954.54	726.03	711.91	582.12	674.37	-29.35%	633.98	-12.68%	1,680.57	1,308.35	-22.15%
利润率	24.98%	20.63%	20.17%	17.71%	19.67%	-21.28%	18.72%	-9.24%	22.90%	19.20%	-16.15%
所得税	185.23	163.09	150.34	136.92	136.82	-26.14%	134.140	-17.75%	348.32	270.96	-22.21%
有效税率	4.85%	4.63%	4.26%	4.16%	3.99%	-17.70%	3.96%	-14.51%	4.75%	3.98%	-16.22%
归母净利润	628.66	445.63	442.85	337.81	425.93	-32.25%	390.17	-12.45%	1,074.29	816.10	-24.03%
净利润率	16.45%	12.66%	12.55%	10.28%	12.42%	-24.51%	11.52%	-9.00%	14.64%	11.97%	-18.18%

资料来源：wind，山西证券研究所

盈利能力随煤价回落有所下降。从盈利能力来看，行业毛利率在 2020 年触及本轮周期的底部后，在 2021 年回到上升周期，2022 年板块毛利率及净利率达到历史高位，2023 年以来受非电端需求不振及进口煤增量等因素影响，国内煤价回调，板块销售毛利率随之回落，2024H1 板块销售毛利率（整体法）为 29.89%，同比降低 2.9 个百分点，但仍处于 2014 年以来的相对高位；板块销售净利率达到 15.22%，同比降低 1.17 个百分点。

图 21：2015-2024H1 煤炭上市公司销售毛利率与净利率



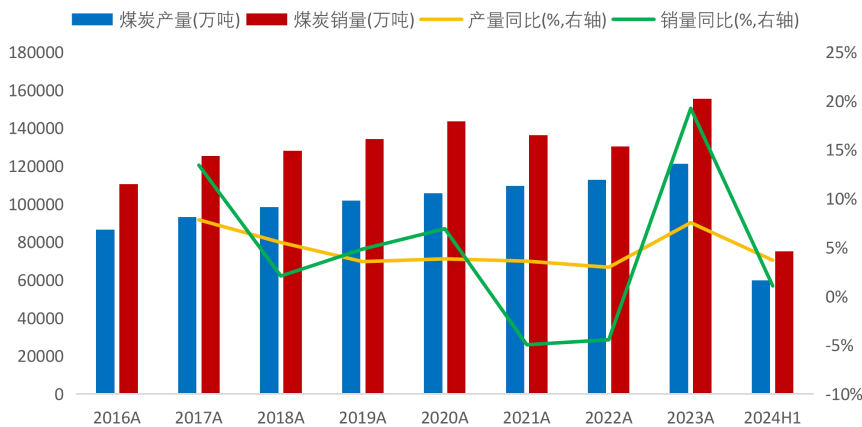


资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 产、销量同增，吨煤售价和成本双降

2024H1 煤炭上市公司产、销量微幅增长。为使样本具有可比性，剔除 2024 或 2023 年半年报中未披露煤炭产、销量数据的物产环能、淮河能源、冀中能源及山西焦煤四家公司及 2023 年上市的苏能股份后（以下简称为“25 家”），申万煤炭开采板块 25 家煤炭上市公司 2024 年上半年合计实现煤炭产量 5.85 亿吨，同比变化-1.16%，下降幅度小于上半年全国产量下降幅度；25 家煤炭上市公司合计产量占全国上半年煤炭总产量约为 25.8%，较去年同期提高 0.1 个百分点。25 家煤炭上市公司上半年实现煤炭销量 7.39 亿吨，同比变化-2.52%。上半年上市公司煤炭产量下降，但仍强于行业整体，主要原因是上市公司安全条件，资源禀赋整体强于非上市公司，受安监影响相对较小；上市公司煤炭销量受水电及新能源发力影响有所减少。

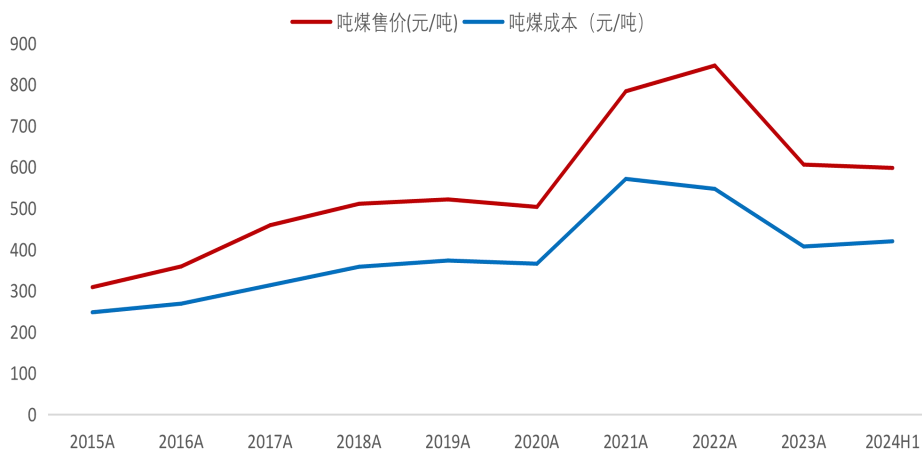
图 22：2016-2024H1 煤炭上市公司（25 家）产销量及增长率



资料来源：wind，山西证券研究所

为使数据具有可比性，我们选择 2024 和 2023 年半年报中同时披露煤炭产、销量及煤炭业务收入的 15 家样本煤炭上市公司进行比较（分别是：中煤能源、平煤股份、昊华能源、中国神华、开滦股份、辽宁能源、上海能源、安源煤业、华阳股份、永泰能源、兰花科创、郑州煤电、电投能源、新大洲 A、甘肃能化，以下简称“15 家公司”），15 家公司合计煤炭板块业务收入 2736 亿元，同比-8.58%；15 家公司合计销售煤炭 4.59 亿吨，折合吨煤售价（算数平均）约为 596.31 元/吨，较 2023 年全年均价变化-0.87%；吨煤售价有所回落。同时，受支出刚性但产销量下降影响，2024 年上半年 15 家煤炭板块上市公司吨煤成本（算数平均）约 421.89 元/吨，同比变化+3.69%，主要受产销量下降影响。

图 23：2015-2024H1 样本煤炭上市公司（15 家）平均吨煤售价及吨煤成本

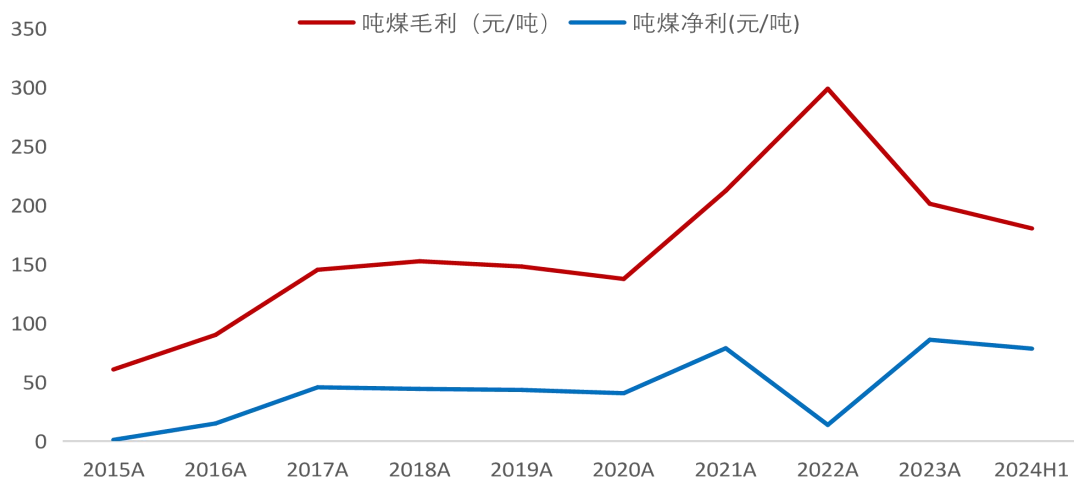


资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 平均吨煤毛利有所下降

为使数据具有可比性，我们选择 2024 和 2023 年半年报中同时披露煤炭业务毛利及销量明细数据的 15 家样本煤炭上市公司进行比较（以下简称 15 家），15 家公司平均实现吨煤毛利（算数平均）为 177.19 元/吨，较 2023 年均值变化-10.31%；15 家煤炭上市公司平均吨煤净利润为 78.46 元/吨，较 2023 年平均值变化-5.77%。上半年吨煤毛利率、净利率均出现下滑的原因是煤炭价格回调，但当前样本上市公司吨煤毛利及净利水平仍处于 2015 年以来相对高位，煤炭上市公司盈利能力仍较好。

图 24：2015-2024H1 年样本煤炭上市公司（15 家）平均吨煤毛利和净利



资料来源：wind，山西证券研究所

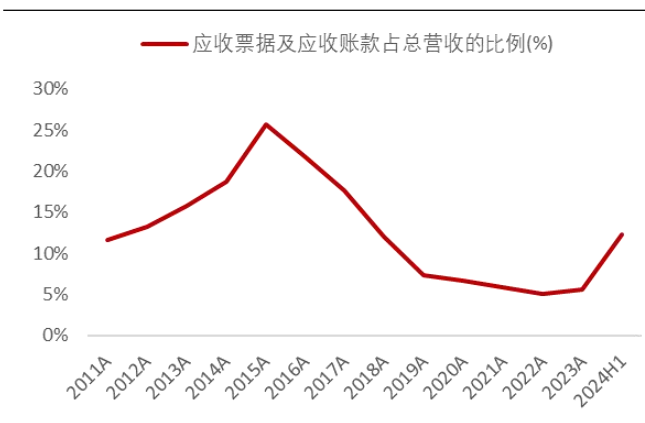
2.4 盈利质量提升，资产负债表继续修复

2024 年 H1 煤炭价格回调，但整体仍处于景气区间，煤炭上市公司盈利能力仍较强，且资产质量继续改善。申万煤炭开采板块上市公司 2023 年中报合计应收账款及应收票据总额占营业收入的比例为 12.29%，有所上涨，但仍处于较低位置。合计经营现金流量净额与归母净利润的比值为 1.68 倍，较 2023 年年报有所提高。

煤炭行业供给侧改革以来资产负债率持续下降的趋势仍在继续。2024 年上半年煤炭企业

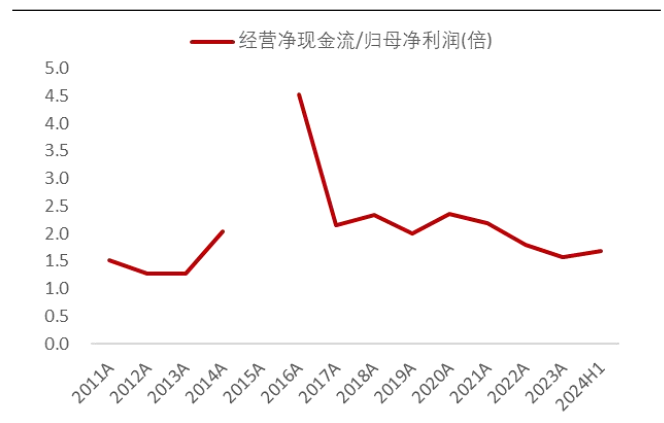
盈利有所下滑，但获现能力仍强，受煤炭企业分红及资源获取需要的资金流出等影响，叠加融资成本较低，煤炭上市公司资产负债率略有反复。2024年中报板块资产负债率为45.68%，较2023年底上升了0.77个百分点。上市公司资产负债率普遍在合理水平，2024年中报负债率仍在70%以上公司仅有安源煤业（96.14%）、郑州煤电（78.93%），资产负债率小于50%的有16家。

图 25：2011-2024H1 煤炭上市公司应收账款及应收票据占营业收入比重（%）



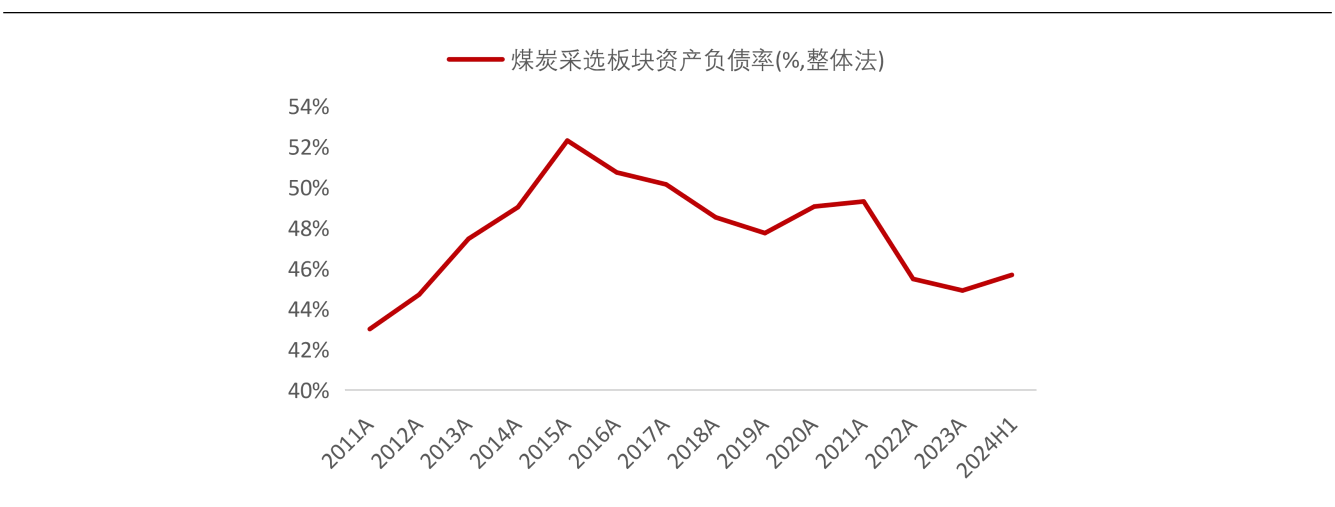
资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：2011-2024H1 板块经营净现金/归母净利润



资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：2011-2024H1 煤炭开采板块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：产、销同增，营收及利润回落

2024年上半年煤炭上市公司平均产、销量整体有所增长。2024年上半年煤炭行业安监形势较严，尤其山西省煤炭企业受影响较大，产销量下降较多，但其他主产省份煤炭企业前期核增或新建煤矿在上半年释放产量，部分公司还通过外延式并购扩大产能，产量有所增长。

产量和销量实现增长的公司有9家。产量增幅最大的5家公司分别为昊华能源、恒源煤电、兰花科创、兖矿能源和甘肃能化；销量增幅最大的前5家公司分别为昊华能源、开滦股份、甘肃能化、中国神华和郑州煤电。

表3：2023H1煤炭板块上市公司煤炭产量、销量及增幅排名（单位：万吨，%）

名称	子行业	煤炭产量			名称	子行业	煤炭销量		
		2023H1	2024H1	YoY			2023H1	2024H1	YoY
昊华能源	无烟煤	851.06	950.17	11.65%	昊华能源	无烟煤	848.53	950.18	11.98%
恒源煤电	动力煤	447.92	494.14	10.32%	开滦股份	炼焦煤	199.88	222.18	11.16%
兰花科创	无烟煤	645.33	705.61	9.34%	甘肃能化	动力煤	806.41	857.16	6.29%
兖矿能源	动力煤	6385.40	6907.80	8.18%	中国神华	动力煤	21790.00	22970.00	5.42%
甘肃能化	动力煤	958.50	1032.12	7.68%	郑州煤电	动力煤	328.20	344.00	4.81%
郑州煤电	动力煤	335.01	345.00	2.98%	兖矿能源	动力煤	6594.10	6787.50	2.93%
陕西煤业	动力煤	8406.74	8640.67	2.78%	恒源煤电	动力煤	379.21	388.15	2.36%
上海能源	动力煤	423.46	430.32	1.62%	陕西煤业	动力煤	12860.10	13154.99	2.29%
中国神华	动力煤	16070.00	16320.00	1.56%	兰花科创	无烟煤	566.47	575.85	1.66%
晋控煤业	动力煤	1700.68	1692.75	-0.47%	晋控煤业	动力煤	1448.41	1445.18	-0.22%
开滦股份	炼焦煤	458.28	454.84	-0.75%	永泰能源	炼焦煤	608.52	592.23	-2.68%
中煤能源	动力煤	6712.00	6650.00	-0.92%	电投能源	动力煤	2314.43	2221.53	-4.01%

名称	子行业	煤炭产量			名称	子行业	煤炭销量		
		2023H1	2024H1	YoY			2023H1	2024H1	YoY
永泰能源	炼焦煤	604.94	598.20	-1.11%	安源煤业	动力煤	71.50	67.10	-6.15%
安源煤业	动力煤	86.52	85.50	-1.18%	大有能源	动力煤	503.33	463.29	-7.96%
电投能源	动力煤	2336.22	2267.49	-2.94%	新大洲A	动力煤	130.25	119.25	-8.45%
新集能源	动力煤	983.37	936.02	-4.82%	中煤能源	动力煤	14666.00	13355.00	-8.94%
潞安环能	炼焦煤	2954.00	2767.00	-6.33%	潞安环能	炼焦煤	2713.00	2455.00	-9.51%
平煤股份	炼焦煤	1537.00	1421.00	-7.55%	辽宁能源	动力煤	288.27	259.18	-10.09%
淮北矿业	炼焦煤			-8.86%	新集能源	动力煤	1014.23	910.36	-10.24%
辽宁能源	动力煤	309.18	281.30	-9.02%	上海能源	动力煤	328.66	289.19	-12.01%
大有能源	动力煤	529.35	472.93	-10.66%	平煤股份	炼焦煤	1586.00	1349.00	-14.94%
新大洲A	动力煤	145.90	127.07	-12.91%	淮北矿业	炼焦煤	981.70	803.30	-18.17%
华阳股份	无烟煤	2376.00	1866.00	-21.46%	华阳股份	无烟煤	2157.00	1710.00	-20.72%
山煤国际	动力煤	2118.75	1538.12	-27.40%	山煤国际	动力煤	1938.25	1191.75	-38.51%
盘江股份	炼焦煤	639.96	447.10	-30.14%	盘江股份	炼焦煤	674.28	407.36	-39.59%

资料来源：wind，山西证券研究所

2024年上半年煤炭价格回落，主要煤炭板块上市公司营业收入普遍下降；但部分公司因为煤炭产量、销量同比增加，煤电一体化弥补损失或非煤业务增长等因素，总营收实现了增长；总营收增速为正的分别是淮河能源、昊华能源、苏能股份、电投能源、平煤股份。

吨煤售价整体下滑，煤炭行业毛利率和净利率有所下降，但主要是盈利规模的回落，行业仍处于景气周期中。从归母净利润角度来看，2024年中报归母净利润为正值且增幅居前的公司分别为淮河能源、昊华能源、电投能源和晋控煤业。

表 4：2024H1 煤炭板块上市公司营业收入、净利润及增速排名（单位：亿元，%）

名称	子行业	营业总收入(亿元)	名称	子行业	归母净利润(亿元)
----	-----	-----------	----	-----	-----------

		2023H1	2024H1	YoY			2023H1	2024H1	YoY
淮河能源	动力煤	129.94	158.22	21.76%	淮河能源	动力煤	3.41	5.75	68.62%
昊华能源	动力煤	41.48	47.35	14.15%	昊华能源	动力煤	7.08	8.59	21.33%
苏能股份	动力煤	62.85	67.28	7.05%	电投能源	动力煤	25.83	29.44	13.98%
电投能源	动力煤	132.09	141.27	6.95%	晋控煤业	动力煤	13.86	14.36	3.61%
平煤股份	焦煤	159.69	162.54	1.78%	陕西煤业	动力煤	115.79	105.56	-8.83%
淮北矿业	焦煤	374.06	373.16	-0.24%	新集能源	动力煤	13.08	11.76	-10.09%
中国神华	动力煤	1,694.42	1,680.78	-0.80%	中国神华	动力煤	332.79	295.04	-11.34%
晋控煤业	动力煤	74.53	73.79	-0.99%	新大洲A	动力煤	-0.24	-0.27	-12.50%
郑州煤电	动力煤	21.92	21.62	-1.37%	中煤能源	动力煤	118.35	97.88	-17.30%
甘肃能化	动力煤	57.55	56.25	-2.26%	淮北矿业	焦煤	35.88	29.35	-18.20%
新集能源	动力煤	62.60	59.85	-4.39%	兖矿能源	动力煤	102.10	75.68	-25.88%
陕西煤业	动力煤	906.62	847.37	-6.54%	甘肃能化	动力煤	12.80	8.97	-29.92%
恒源煤电	动力煤	42.38	38.93	-8.14%	恒源煤电	动力煤	11.18	7.58	-32.20%
物产环能	动力煤	219.25	199.29	-9.10%	物产环能	动力煤	5.38	3.60	-33.09%
开滦股份	焦煤	119.42	106.56	-10.77%	苏能股份	动力煤	14.69	9.45	-35.67%
辽宁能源	焦煤	30.03	26.57	-11.52%	平煤股份	焦煤	22.34	13.93	-37.65%
兖矿能源	动力煤	844.01	723.12	-14.32%	开滦股份	焦煤	7.84	4.82	-38.52%
中煤能源	动力煤	1,093.57	929.84	-14.97%	山西焦煤	焦煤	45.17	19.66	-56.48%
兰花科创	焦煤	64.69	54.77	-15.33%	华阳股份	焦煤	30.12	12.99	-56.87%
上海能源	焦煤	58.67	48.54	-17.27%	山煤国际	动力煤	30.58	12.91	-57.78%
安源煤业	动力煤	32.60	26.61	-18.37%	潞安环能	焦煤	52.96	22.27	-57.95%



名称	子行业	营业总收入(亿元)			名称	子行业	归母净利润(亿元)		
		2023H1	2024H1	YoY			2023H1	2024H1	YoY
潞安环能	焦煤	218.83	176.54	-19.33%	兰花科创	焦煤	13.62	5.52	-59.47%
华阳股份	焦煤	154.13	121.99	-20.85%	上海能源	焦煤	11.80	4.72	-60.00%
山西焦煤	焦煤	275.60	215.70	-21.73%	冀中能源	焦煤	33.67	10.02	-70.24%
盘江股份	焦煤	52.97	40.46	-23.62%	郑州煤电	动力煤	0.46	0.10	-78.26%
大有能源	动力煤	35.33	26.00	-26.41%	盘江股份	焦煤	6.19	0.37	-94.02%
冀中能源	焦煤	147.52	101.11	-31.46%	辽宁能源	焦煤	2.55	0.12	-95.29%
山煤国际	动力煤	206.76	140.57	-32.01%	安源煤业	动力煤	0.52	-1.05	-301.92%
新大洲A	动力煤	6.39	4.04	-36.78%	大有能源	动力煤	2.21	-4.90	-321.72%

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 投资策略：下半年关注非电需求回升，关注炼焦煤个股

2024年上半年，虽然火电同比较高的增速带动了煤炭的消费需求，但海外经济复苏不及预期，出口承压；国内地产开工面积较差，制造业和房地产固定资产投资不理想，钢铁、水泥、焦炭产能利用率维持低位，导致非电端煤炭需求回落。供应方面，主要产地山西产量减少，但内蒙、新疆弥补了大部分产量损失；进口煤增速超预期；综合影响下，上半年煤炭价格继续回落，动力煤、炼焦煤均出现了调整。煤炭开采板块上市公司营收及利润受煤价影响也有所下跌。展望后期，一方面安全事故多发，煤炭产地安监措施仍将严格，预计国内煤炭供应增幅有限；需求方面，经济恢复预期仍存，非电需求或将补位日耗的降低。且随着美元降息落地，海外煤炭需求或将恢复，进口煤价格优势减弱，后续进口煤增速或将降低，综合影响下，预计供需整体维持相对平衡，我们认为三、四季度煤炭价格不存在暴涨或暴跌的预期；叠加产能利用率回升，煤炭公司业绩存修复预期；另外，当前无风险利率处于较低水平，高息资产稀缺，煤炭高股息敞口仍对绝对收益导向资金有吸引力。关注排序：高确定性>煤电一体布局>山西复产。高确定性方面，相关标的胜率较高，首选业绩“高确定性+分红提升预期较强”的【中煤能源】。煤电一体方面，业务模式本身具有抗风险属性，煤炭方面长协增加稳定预期，火电方面容量电价提升安全边际，关注“全产业链+稳定高分红”的【中国神华】、“业绩稳定性较强+煤电一体化布局”的【陕西煤业】、“电力供需相对紧张区域+煤炭覆盖度相对较高”的【新集能源】。山西复产方面，前期利空集中释放，或存在超跌情况。近期利空出尽，可择机布局。考虑“复产预期+超跌空间+资源接续机会”等因素，赔率较大。关注【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。



5. 风险提示

价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；海外煤价大幅下跌；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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

