

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 煤企深度剖析系列（二）： 降价期间的煤企经营韧性对比研究

有色与新材料 强于大市（维持）

平安证券研究所 有色与新材料研究团队

陈潇榕 S1060523110001（投资咨询资格） 邮箱：chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 S1060524070002（投资咨询资格） 邮箱：mashulei362@pingan.com.cn

2024年10月21日

请务必阅读正文后免责声明

平安证券

## 核心摘要

- 在上篇报告《煤企深度剖析系列（一）：从弹性和粘性对比煤企投资价值》中，我们从大框架入手，重点梳理了我国主要上市煤企的经营模式、产能规模和扩张潜力、负债结构和流动性风险、股息分红等情况，通过各项指标对比分析各煤企投资价值；本篇报告，我们将从细节的经营数据入手，根据2024年中报以及主要经营数据公告，重点结合各煤企差异化经营的煤种、煤矿分布区域、长协占比、一体化发展模式等，对比分析在煤价下行期中各大煤企的业绩韧性。
- **煤炭市场复盘：**2024年前8个月，我国煤价整体呈下行走势，9月以来企稳回升。焦煤方面，前8个月下游钢材需求疲软、建材成交低迷导致其价格持续走低；自9月以来，建材进入传统旺季，加上系列地产利好政策出台后，10月钢材和焦炭价格回暖、利润增加、开工率提高，带动焦煤价格企稳回升，后市主要看地产政策落地实施效果；**动力煤方面**，今年夏季用电耗煤旺季因下游火电需求受水电贡献高增挤占而不及预期，导致6-8月旺季煤价仍小幅下跌，但因多地持续高温使得电厂煤炭日耗维持高位的时间拉长，8月火电发电量同比增速回正，推动动力煤价自9月开始反弹，后市主要等待“迎峰度冬”供热耗煤旺季的来临。
- **煤企经营业绩：**今年上半年我国主要上市煤企整体营收同比下降10.4%，归母净利润同比下降25.0%，销售毛利率平均同比下降4.4pct左右，具体来看，煤炭业务总销售收入同比下降约12.0%、毛利率平均同比下降约6.2pct，虽然煤价下行导致煤企业绩整体承压，但动力煤长协比例高、煤矿规模领先、深化煤电一体化发展的领先企业，例如中国神华、中煤能源、陕西煤业、晋控煤业、潞安环能、平煤股份、郑州煤电、新集能源、昊华能源等煤企业绩韧性较好。
  - 规模领先煤企中，**中国神华**得益于深耕煤电+运输一体化布局，整体营收和利润降幅相对小；**陕西煤业和中煤能源**年长协占比高、煤炭售价较稳定。
  - **山西上市煤企24H1**因查三超和矿山安全严监管，部分煤矿减停产，导致其四大代表性煤企煤炭总产量降幅在15%左右，煤炭业务收入平均降幅在20%左右，但自6月初起山西减停产的煤矿已逐步恢复正常生产，24Q2山西煤企产销环比明显回暖、同比降幅收窄。分企业来看，其中**晋控煤业**受查三超影响小，并剥离枯竭煤矿降费，上半年业绩韧性较好；**潞安环能**作为国内喷吹煤领先企业，上半年产量降幅相对小，6月产销量环比回暖。
  - **河南河北主要上市煤企24H1**煤炭总销量同比下降11.3%，煤炭业务总营收同比下降18.3%，其中，长协比例高的**平煤股份**和**郑州煤电**价格波动幅度相对小、整体业绩韧性相对强，此外，平煤股份通过提高精煤产出比例，调整产品结构提升了整体售价，使其受市场价下降的影响减小。
  - **安徽主要上市的三家煤企24H1**煤炭总销量同比下降11.5%，煤炭业务总营收同比下降17.7%，其中，**新集能源**年长协比例高、煤电一体化程度深、煤价韧性相对强，上半年受销量减少影响，煤炭业务收入有所下降，但公司新建电厂项目的投产带动电力业务收入增长，整体业绩仅小幅下降；
  - **其他中小型上市煤企24H1**煤炭销量合计同比下降3.7%，煤炭业务营收同比下降13.4%，24Q2多家煤企煤炭产销环比回升明显。其中，**昊华能源**主要受益于红墩子煤业红二矿进入联合试运转提高了产销量，且其动煤长协占比高、价格相对稳定，煤炭业务和整体业绩均呈现正增长；**甘肃能化**布局有电力业务，**盘江股份**也正积极建设燃煤电机，煤电一体化发展可提高煤价稳定性的优势逐步显现。



## 核心摘要

- **煤电一体化发展的优势凸显。**从煤企各业务占比结构可见，大部分煤企布局有电力、供热、煤化工、煤炭运输等业务，进行煤电化产业链上下游一体化发展。其中，燃煤发电中的燃料成本占比高，因此火电利润对煤价波动具有较高敏感性，且因电价较煤价调整具有滞后性且可调整幅度相对小，故存在“煤电顶牛”的问题，煤电一体化发展企业可自供煤炭给电厂，保障高比例长协煤的兑现，从而熨平煤价波动对电力和煤炭业务利润的影响，化解“煤电顶牛”的利益冲突。其中，以煤炭开采业务起家，通过收购或新建电厂发展煤电一体化的代表性企业主要有**中国神华、新集能源、上海能源**等，**盘江股份、华阳股份**等也开始积极布局电力业务；以电力业务起家，外购煤矿或煤企保障部分煤炭原料自给的企业主要有**陕西能源、华电能源、内蒙华电、苏能股份**等。从各代表性企业相关业务收入和毛利率可见，深入煤电一体化布局的企业业绩具有较强韧性，当煤价下跌时，电力业务毛利的提升可以减少部分煤炭业务的利润损失。
- **投资建议：**市场方面，动力煤-煤价在经历了今年7、8月份长江流域强降水频繁、水电贡献高增的情况下，动力煤仍然保持较为坚挺的走势，在高长协占比和生产成本抬升下，煤炭价格中枢的韧性逐步显现，四季度北方供热季的到来仍有望阶段性抬升动力煤价；焦煤-国庆节前国家再次出台系列地产利好政策，9月钢材产量和需求环比小幅回升，焦煤和焦炭库存均处低位，主流焦煤价格企稳回升。**个股方面**，在今年整体煤价下行的走势中，部分煤企仍呈现出较强的业绩韧性，主要是高长协比例稳价稳量、深入煤电一体化发展模式熨平利润波动，同时具有规模优势和优质煤种的头部煤企抗压能力更强。**投资层面**，在高比例长协定价模式下，煤企优化的盈利能力和目前较良好的资产负债率有利于保障高分红高股息的兑现，在当前国内低利率环境下，煤企预期股息率显著高于十年期国债收益率，仍具备较好的投资价值；10月18日，央行行长此前在国务院新闻办公室发布会上提出的创设“股票回购、增持专项再贷款”文件正式发布实施，旨在引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票，结合我们在报告《煤企深度剖析系列（一）：从弹性和粘性对比煤企投资价值》中测算的现金分红和股息率数据，今年仍有较多煤企股息率有望维持在4%以上，相较于2.25%的借贷利率有较好的利差投资吸引力，因此我们建议关注业绩韧性相对较好、高分红兑现率高的资产优质煤企：**中国神华、中煤能源、陕西煤业、潞安环能、新集能源、昊华能源**。
- **风险提示：**1) 国内煤炭产量超预期增加的风险。2) 矿山安全事故发生的风险。3) 供暖耗煤需求不及预期的风险。4) 煤企资本开支大幅增加，股息率和分红比例下调的风险。5) 下游地产政策落实不及预期导致焦煤需求难以回暖的风险。



# CONTENT 目录

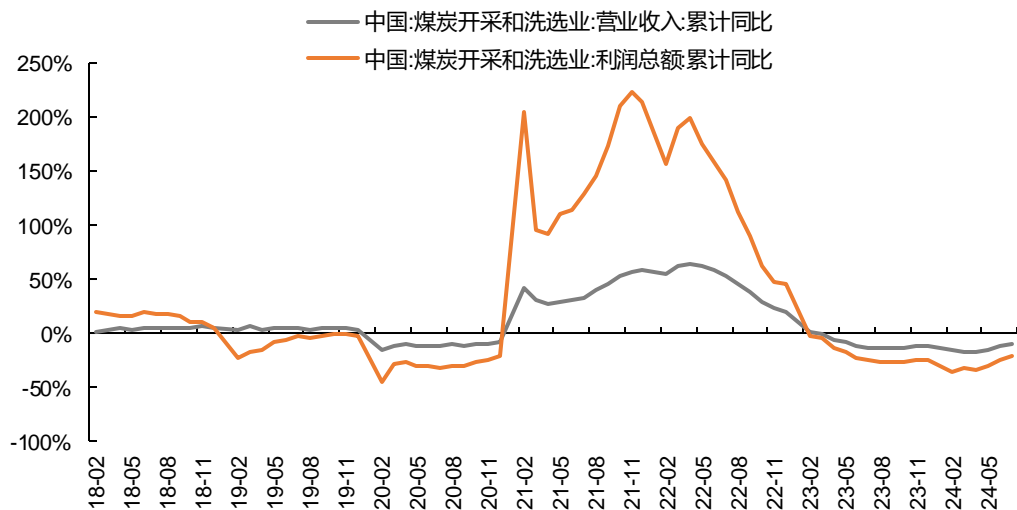
- ① 一、煤炭市场复盘：动焦双弱渐退，价格回升
  - 1.1动力煤基本面：夏季耗煤偏弱，等待迎峰度冬
  - 1.2炼焦煤基本面：钢材产需回暖，焦煤库存低位
- ② 二、煤企经营情况分析：整体承压，韧性分化
  - 2.1领先煤企：中国神华、陕西煤业业绩更具韧性
  - 2.2山西煤企：晋控煤业煤炭量价稳定，业绩持稳
  - 2.3豫冀煤企：平煤股份提高精煤占比对冲煤价下行
  - 2.4安徽煤企：新集能源深化煤电一体化，韧性凸显
  - 2.5新建煤企：广汇能源煤炭业务持稳，未来量增可期
  - 2.6其他中小煤企：昊华能源量增价稳，业绩逆势增长
- ③ 三、煤电一体化优势：稳量价，熨平利润波动
  - 3.1煤电一体化利于熨平煤价波动对利润影响
  - 3.2代表性煤企一体化布局模式异同对比分析
- ④ 四、投资建议与风险提示



# 煤价走势复盘：动焦双弱行情渐退，价格稳中有升

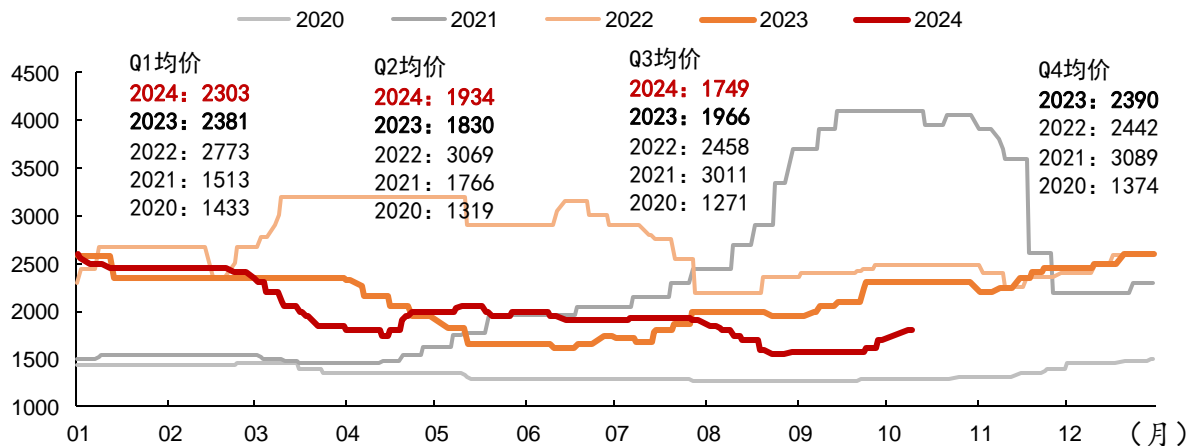
■ 今年以来，我国煤价整体呈现下行走势，焦煤下游钢材需求疲软、建材成交低迷导致其价格持续走低；动力煤下游火电需求受水电贡献高增影响而不及预期，导致夏季用电耗煤旺季，煤价仍小幅下跌。但自9月以来，钢材产量有所回升，多地持续高温使火电燃煤需求重回增长，焦煤价和动煤价均开始回调，煤价底部支撑显现。其中，动煤受长协政策价约束、价格运行更为稳定；焦煤和地产直接挂钩，后续地产政策逐渐发挥作用或有望推动其需求回暖。

## 煤炭开采业销售额和利润额同比增速

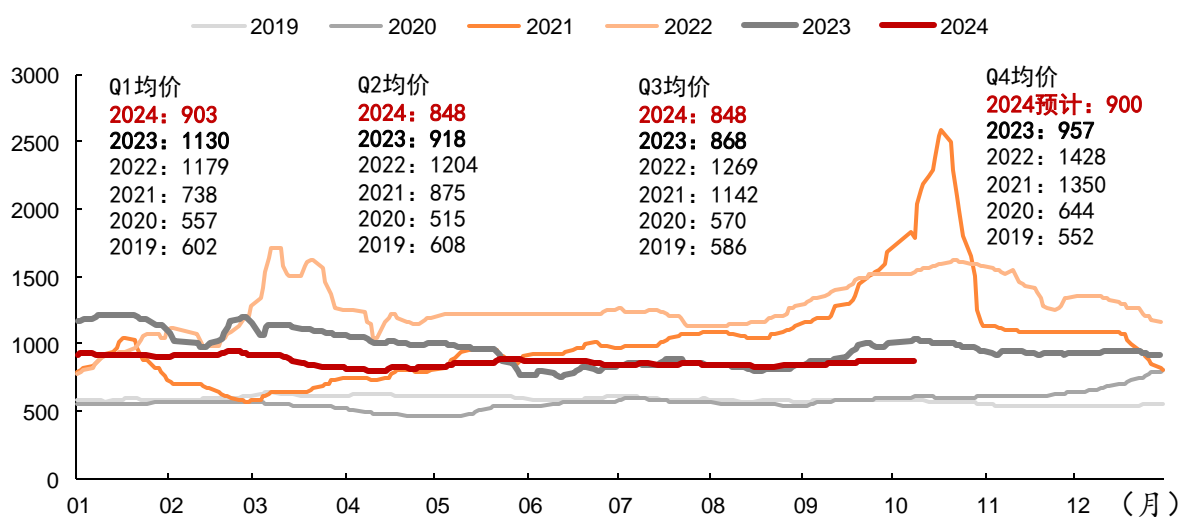


资料来源：wind，平安证券研究所

## 山西吕梁柳林低硫主焦煤(含税)价格走势(元/吨)



## 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)价格走势(元/吨)

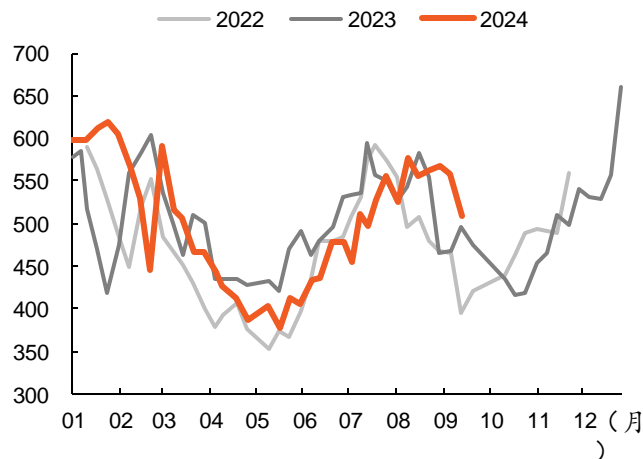




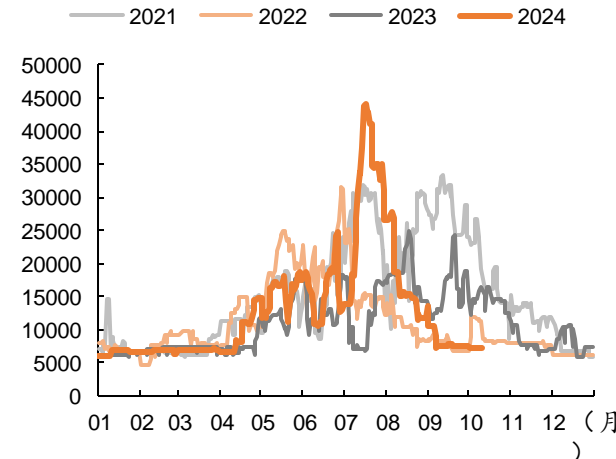
# 1.1 动力煤基本面：迎峰度夏不及预期，等待迎峰度冬来临

■ 动力煤方面，今年我国长江流域降水丰沛、水电贡献高增，挤占部分火电需求，导致6-7月用电旺季动力煤需求不及预期，但8月南方多地持续高温，叠加长江三峡水位线和水库出库流量有所回落，我国火电发电量重回同比正增长，动力煤价企稳回涨；9月，随着夏季耗电旺季的结束，重点电厂煤炭日耗回落，主流港口煤炭重新累库，后续需求主要等待冬季供暖旺季的来临。

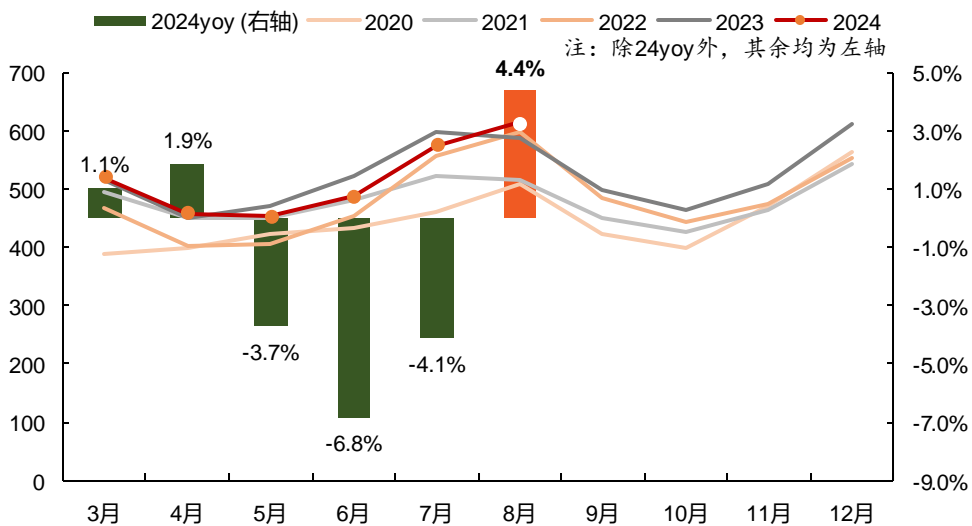
### 中国重点电厂煤炭日耗量(万吨)



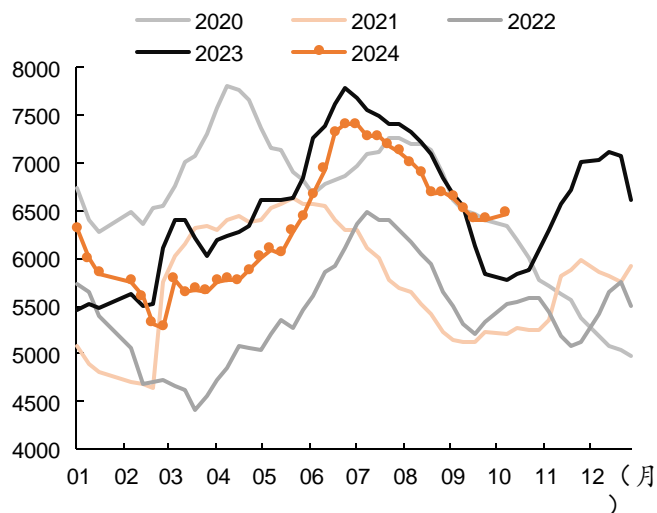
### 三峡水库站出库流量(立方米/秒)



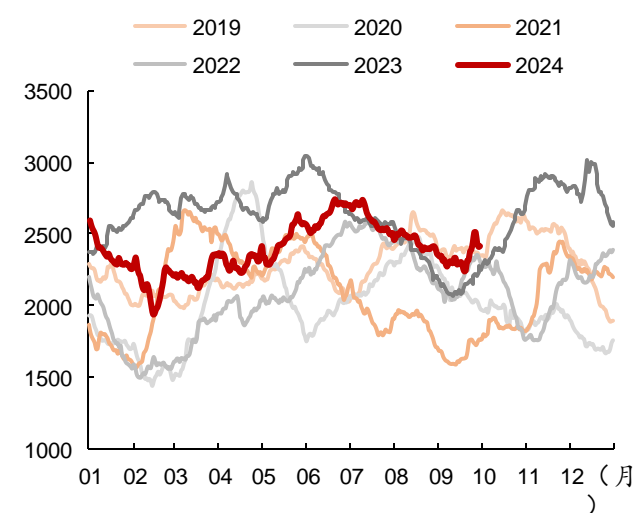
### 我国火电发电量月度情况(亿千瓦时)



### CCTD主流港口煤炭库存(万吨)



### 环渤海港煤炭调度库存量(万吨)

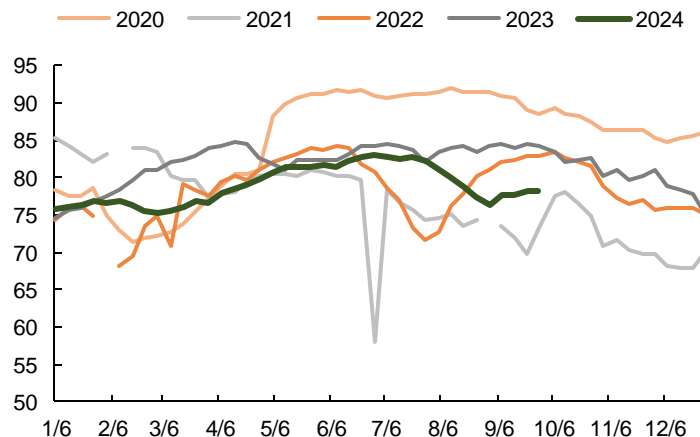


资料来源：wind，平安证券研究所

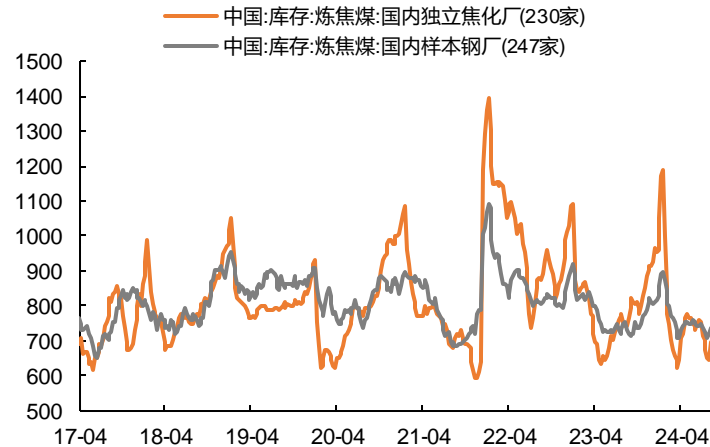
# 1.2 炼焦煤基本面：钢材产需环比回升，焦煤库存持续低位

■ 焦煤方面，今年以来受到地产行业景气偏低、建材成交数据较差的影响，焦煤下游焦炭、钢材产销表现较为疲软，8月高炉开工也有所回落，导致焦煤价格持续走低；9月传统建材旺季到来后，五大品种钢材（螺纹钢、线材、热轧板卷、中厚板、冷轧板卷）库存进一步去化，产量有所回升，螺纹钢表需和粗钢高炉开工率有回暖迹象，主流焦煤价格反弹。

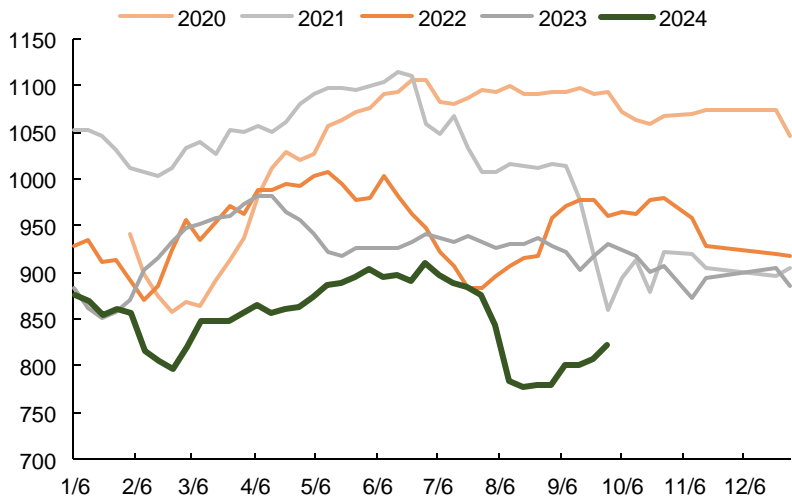
### 中国高炉开工率(包含247家钢企, %)



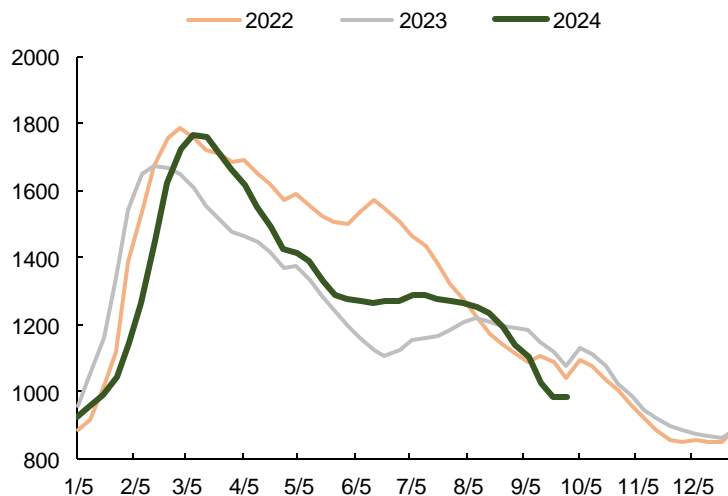
### 焦化厂和钢材炼焦煤库存走势(万吨)



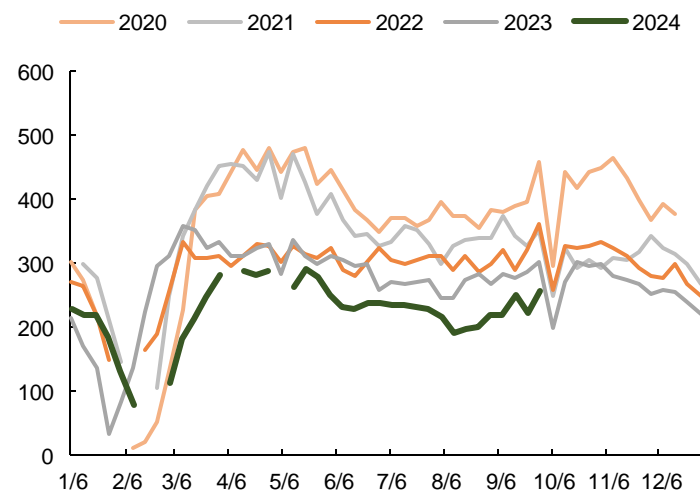
### 五大品种钢材产量(万吨)



### 五大品种钢材库存(万吨)



### 我国螺纹钢表需(万吨)



资料来源：wind，平安证券研究所，注：五大品种钢材指螺纹钢、线材、热轧板卷、中厚板、冷轧板卷



# CONTENT 目录

- ◎ 一、煤炭市场复盘：动焦双弱，支撑渐显
  - 1.1动力煤基本面：夏季耗煤偏弱，等待迎峰度冬
  - 1.2炼焦煤基本面：钢材需求疲软，焦煤库存低位
- ◎ 二、煤企业经营情况分析：整体承压，韧性分化
  - 2.1领先煤企：中国神华、陕西煤业业绩更具韧性
  - 2.2山西煤企：晋控煤业煤炭量价稳定，业绩持稳
  - 2.3豫冀煤企：平煤股份提高精煤占比对冲煤价下行
  - 2.4安徽煤企：新集能源深化煤电一体化，韧性凸显
  - 2.5新建煤企：广汇能源煤炭业务持稳，未来量增可期
  - 2.6其他中小煤企：昊华能源量增价稳，业绩逆势增长
- ◎ 三、煤电一体化优势：稳量价，熨平利润波动
  - 3.1煤电一体化利于熨平煤价波动对利润影响
  - 3.2代表性煤企一体化布局模式异同对比分析
- ◎ 四、投资建议与风险提示



# 上半年煤企整体业绩承压，高长协占比、规模领先煤企韧性相对强

■ 今年上半年我国主要上市煤企（表中列示）整体营收同比下降10.4%，归母净利润同比下降25.0%，销售毛利率平均同比下降4.4pct，其中，煤炭业务总销售收入同比下降约12.0%、毛利率平均同比下降6.2pct，山西煤企上半年因查三超部分煤矿减停产导致煤炭业务收入平均降幅在18%左右，同时，由于采煤人员薪酬的普遍提高以及产量下降导致的单吨摊销成本、单吨期间费用上升，上半年大部分煤企煤炭业务毛利率和净利率水平均有不同程度的下降，但长协占比高、煤矿规模领先的中国神华、中煤能源、陕西煤业、晋控煤业等煤企业绩仍具有一定韧性。

主要上市煤企整体业绩和煤炭业务收入及毛利率情况

煤炭业务	煤矿主要分布区域	公司名称	24H1总营收(亿元)	24H1同比	24H1销售毛利率	同比变动幅度	24H1归母净利润(亿元)	24H1同比	24H1煤炭业务销售收入(亿元)	24H1同比	24H1煤炭业务毛利率	同比变动幅度
动力煤为主	内蒙/陕西	中国神华	1680.8	-0.8%	32.9%	-3.0%	295.0	-11.3%	1300.5	-0.7%	28.7%	-3.7%
	山西/陕西/内蒙	中煤能源	929.8	-13.0%	26.0%	1.6%	97.9	-17.3%	777.7	-16.8%	25.5%	1.4%
	山东/内蒙/澳洲	兖矿能源	723.1	-24.1%	32.9%	1.7%	75.7	-31.6%	473.5	-21.3%	36.8%	-6.5%
	陕西	陕西煤业	847.4	-6.5%	35.3%	-1.8%	105.6	-8.8%	820.7	-6.0%	34.8%	-2.1%
	新疆	广汇能源	172.5	-50.8%	19.3%	0.6%	14.6	-64.7%	71.5	-0.9%	26.2%	
	山西/内蒙	晋控煤业	73.8	-1.0%	45.0%	-2.4%	14.4	3.7%	71.6	-2.1%	45.7%	
	山西	山煤国际	140.6	-32.0%	33.9%	-9.3%	12.9	-58.1%	137.5	-32.5%	34.0%	-10.2%
	陕西	陕西能源	105.7	14.4%	38.7%	-3.8%	15.4	16.7%	21.9	22.5%	64.4%	3.2%
	内蒙/宁夏	昊华能源	47.3	14.1%	50.7%	-0.5%	8.6	21.3%	41.5	9.1%	55.2%	-1.2%
	内蒙	电投能源	141.3	6.9%	37.9%	3.4%	29.4	14.0%	46.1	-0.1%	57.9%	2.3%
	内蒙	内蒙华电	107.7	-3.0%	23.4%	0.1%	17.7	19.2%	14.7	13.1%	68.7%	4.0%
	内蒙	伊泰B股	249.4	-1.5%	32.3%	-4.1%	32.4	-32.1%	189.8	-8.3%	32.9%	-6.5%
	河南	郑州煤电	21.6	-1.4%	25.9%	-6.8%	0.1	-79.8%	18.8	-4.3%	26.8%	-7.2%
	河南	大有能源	26.0	-26.4%	14.4%	-17.9%	-4.9	-322.0%	22.7	-23.4%	20.3%	-20.7%
	安徽	新集能源	59.9	-4.4%	41.7%	1.7%	11.8	-10.1%	51.4	-6.2%	39.9%	1.1%
	安徽	恒源煤电	38.9	-8.1%	42.0%	-6.7%	7.6	-32.1%	37.1	-7.1%	41.5%	-6.5%
	甘肃	甘肃能化	56.2	-2.8%	33.8%	-6.5%	9.0	-29.9%	42.9	-3.4%	41.3%	-9.4%
	江西	安源煤业	26.6	-18.4%	4.7%	-4.5%	-1.1	-300.4%	23.7	-19.4%	4.3%	-20.8%
	新疆/陕甘/江苏	苏能股份	67.3	7.0%	35.0%	-11.7%	9.4	-35.7%	36.8	-8.2%	49.8%	-10.7%
	内蒙/黑龙江	华电能源	92.9	-7.8%	24.7%	3.6%	6.3	432.4%	37.5	-15.9%	57.5%	
炼焦煤为主	安徽	淮北矿业	372.4	-0.2%	18.0%	-3.1%	29.4	-16.2%	91.9	-26.2%	50.6%	3.5%
	河南	平煤股份	162.5	1.8%	26.3%	-4.8%	13.9	-37.7%	146.8	-5.1%	29.1%	-2.5%
	河南	冀中能源	101.1	-31.5%	37.5%	2.8%	10.0	-70.3%	78.5	-36.9%	46.9%	6.9%
	山西	山西焦煤	215.7	-21.7%	31.2%	-10.0%	19.7	-56.5%	120.1	-30.0%	54.2%	-11.1%
	山西/陕西/内蒙/新疆	永泰能源	145.1	3.8%	27.6%	-0.4%	11.9	17.5%	47.8	-14.4%	54.2%	-4.3%
	贵州	盘江股份	40.5	-23.6%	26.3%	-4.0%	0.4	-94.0%	34.0	-34.0%	22.9%	-6.5%
	江苏/甘肃/新疆	上海能源	48.5	-17.3%	24.4%	-13.1%	4.7	-60.0%	32.4	-17.2%	33.9%	-19.2%
	河北	开滦股份	106.6	-10.8%	13.2%	-1.5%	4.8	-38.6%	19.1	-10.3%	23.2%	-4.4%
辽宁	辽宁能源	26.6	-11.5%	18.1%	-8.7%	0.1	-95.5%	17.3	-16.2%	26.8%	-9.7%	
喷吹煤	山西	潞安环能	176.5	-19.3%	42.6%	-10.6%	22.3	-58.0%	167.7	-20.5%	45.6%	-11.0%
无烟煤	山西	华阳股份	122.0	-20.9%	32.0%	-11.0%	13.0	-56.9%	97.9	-27.6%	38.2%	-10.3%
	山西	兰花科创	54.8	-15.3%	32.0%	-11.3%	5.5	-59.5%	36.7	-17.9%	44.4%	-17.0%
合计			7181.2	-10.4%	30.0%	-4.4%	893.3	-25.0%	5128.0	-12.0%	39.4%	-6.2%

资料来源：各公司公告，wind，平安证券研究所，注：毛利率和同比变动幅度合计栏为当列均值



# 主要上市煤企煤炭业务经营细节数据汇总

## 主要上市煤企煤炭业务经营数据情况

	24H1产量-万吨	yoy	24H1销量-万吨	yoy	24H1销售均价-元/吨	yoy	24H1单吨销售成本-元/吨	yoy	24H1单吨毛利润-元/吨	yoy
中国神华	16320	1.6%	22970	5.4%	566	-5.8%	404	-0.7%	162	-16.5%
中煤能源	6650	-0.9%	13355	-8.9%	582	-8.7%	434	-10.4%	149	-3.2%
陕西煤业	8641	2.8%	13155	2.3%	538	-11.3%	281	-5.5%	257	-13.5%
兖矿能源	6907	40.3%	6788	2.9%	698	-23.5%	441	-14.6%	257	-35.3%
广汇能源	1151	-17.8%	1571	-2.7%	455	1.8%	336		119	
伊泰B股	2558	6.2%	3279	4.1%	579	-11.9%	389	-2.4%	190	-26.5%
潞安环能	2767	-6.3%	2455	-10.0%	683	-11.6%	371	10.7%	312	-28.8%
华阳股份	1866	-21.5%	1710	-20.7%	572	-8.7%	354	9.5%	218	-28.1%
晋控煤业	1693	-0.5%	1445	-0.2%	495	-1.8%	269		226	
山煤国际	1538	-27.4%	2083	-22.7%	660	-12.6%	436	3.7%	225	-33.0%
平煤股份	1421	-7.5%	1349	-13.2%	1088	9.3%	772	13.1%	317	0.6%
郑州煤电	345	3.0%	344	4.9%	546	-8.8%	400	1.1%	147	-28.0%
大有能源	473	-10.7%	463	-8.0%	490	-16.7%	390	12.6%	100	-58.8%
开滦股份	182	3.6%	113	1.5%	1695	-11.6%	1302	-6.1%	393	-25.8%
冀中能源	1354		1240		633		336	-34.4%	297	-12.9%
昊华能源	950	11.6%	950	12.0%	436	-2.6%	195	0.1%	241	-4.6%
淮北矿业	1032	-8.9%	803	-18.2%	1144	-9.8%	565	-15.7%	579	-3.8%
新集能源	936	-4.8%	910	-10.2%	564	4.5%	339	2.7%	225	7.4%
恒源煤电	385	7.0%	388	2.4%	955	-9.2%	558	2.4%	396	-21.7%
兰花科创	706	9.3%	576	1.7%	637	-19.2%	354	16.1%	283	-41.6%
甘肃能化	1032	7.7%	857	6.3%	501	-9.1%	294	8.2%	207	-25.9%
盘江股份	447	-30.1%	407	-39.6%	835	9.3%	644	19.6%	191	-15.3%
安源煤业	86	-1.1%	67	-6.1%	885	-14.6%	848	9.1%	38	-85.5%
上海能源	288	-15.2%	289	-12.0%	1120	-5.9%	740	32.8%	380	-39.9%
陕西能源	1165	3.4%	381	62.4%	575	-24.6%	205	-30.9%	371	-20.6%
内蒙华电	683	0.9%	352	12.7%	417	0.4%	130	-11.0%	286	6.6%
苏能股份	801	12.1%	780	10.2%	471	-16.7%	236	5.9%	235	-31.4%
华电能源	555	-26.3%	555		675	14.2%	287		388	
永泰能源	746	-2.9%	736	-3.9%	650	-11.0%	297	-1.7%	352	-17.5%
辽宁能源	281	-9.0%	259	-10.1%	669	-6.8%	489	7.5%	180	-31.5%
<b>合计</b>	<b>63959</b>	<b>1.0%</b>	<b>80631</b>	<b>-2.1%</b>	<b>694</b>	<b>-9.1%</b>	<b>452</b>	<b>0.7%</b>	<b>259</b>	<b>-24.2%</b>

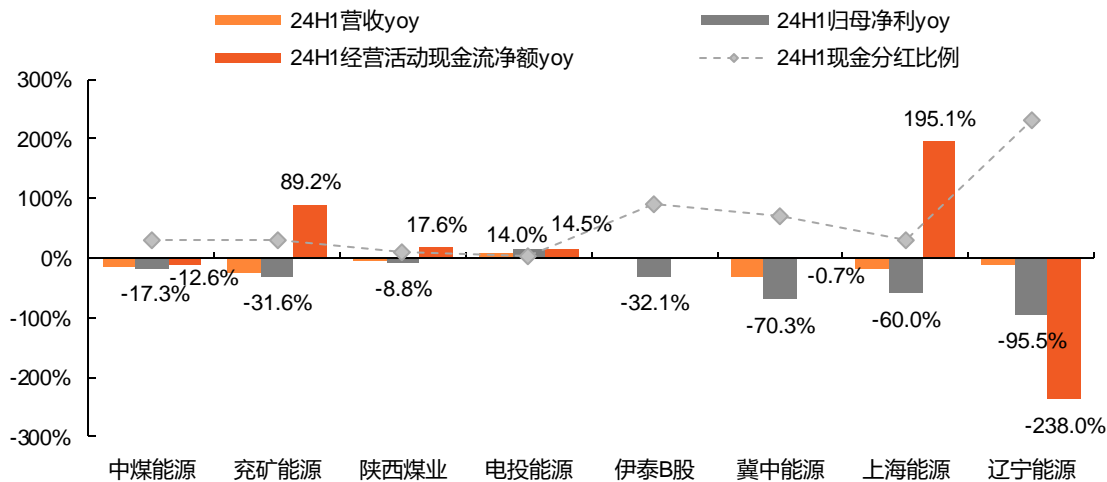
资料来源：各公司公告，wind，平安证券研究所，注：销售均价、成本、毛利润合计值使用当列均值及均值同比表示



# 多家煤企进行中期分红，积极响应国家号召

- 今年以来，煤企积极响应国家鼓励上市企业合理提高分红率、强化投资者回报的政策方针，践行市值管理改革要求，部分煤企发布中期分红加大股东回报。
- 2024年中，8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/伊泰B股/辽宁能源），对比2023年无煤企实施中期分红、过去8年合计仅4家（19H1兖矿能源/电投能源，21H1甘肃能化，22H1山煤国际）进行过中期分红，彰显煤企今年继续实施高分红率的态度。

### 中期分红煤企营收、净利和经营现金流同比变化及现金分红率情况



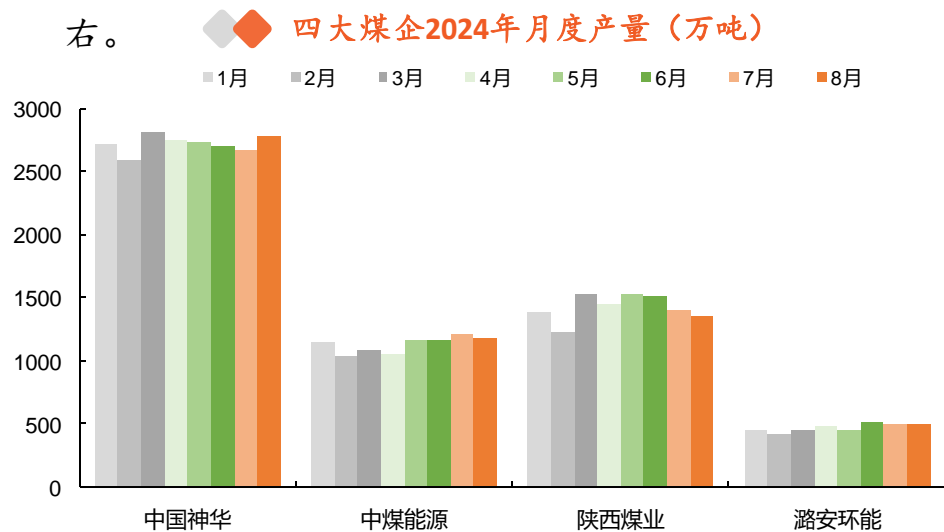
### 24H1中期分红企业

公司名称	2023年现金分红总额(亿元)	2023年归母净利润(亿元)	2023年现金分红比例	24H1现金分红总额(亿元)	24H1归母净利润(亿元)	24H1现金分红比例
中煤能源	73.6	195.3	37.7%	29.4	97.9	30.0%
兖矿能源	115.1	201.4	57.1%	23.1	75.7	30.5%
陕西煤业	127.5	212.4	60.0%	10.6	105.6	10.0%
电投能源	15.2	45.6	33.4%	1.1	29.4	3.8%
伊泰B股	17.6	77.3	22.7%	29.3	32.4	90.5%
冀中能源	21.2	49.4	42.9%	7.1	10.0	70.6%
上海能源	3.0	9.7	30.6%	1.4	4.7	30.6%
辽宁能源		0.2		0.3	0.1	229.7%

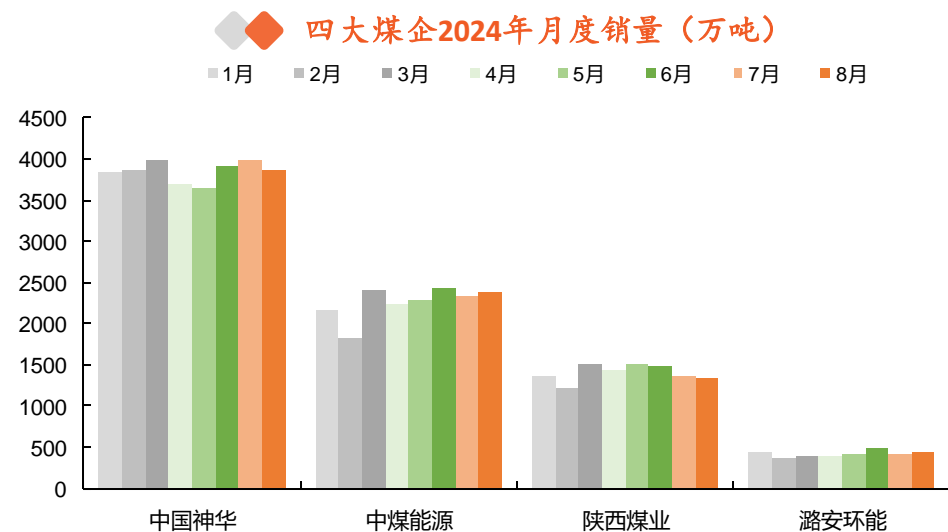
资料来源：wind，平安证券研究所

# 煤企月度经营数据更新：7-8月四大领先煤企整体销量表现一般

■ 根据披露月度数据的煤企(中国神华/中煤能源/陕西煤业/潞安环能)情况, 6月以来, 山西煤企-潞安环能上半年因查三超和安全检查问题减停产的煤矿项目复产复销, 其余披露企业的产量整体持稳、销量整体有所回暖; 7月因水电贡献高增对煤电需求的挤占, 导致煤炭整体销售表现环比有所下降; 8月持续高温作用下电力需求增加、煤炭日耗处于高位, 煤企煤炭产销整体持稳为主。整体来看, 今年7-8月“迎峰度夏”耗煤旺季表现相对一般, 7月和8月四大煤企煤炭总销量环比下降2.3%和1.2%, 同比增加3.4%和下降0.5%左右。



产量环比变化	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
中国神华	-4.8%	8.9%	-2.5%	-0.4%	-1.5%	-0.7%	3.7%
中煤能源	-9.2%	3.9%	-3.2%	11.5%	-0.6%	4.2%	-2.4%
陕西煤业	-11.6%	24.0%	-4.9%	5.7%	-1.3%	-7.7%	-2.7%
潞安环能	-7.9%	8.9%	4.6%	-4.6%	13.7%	-4.3%	-0.2%



销量环比变化	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
中国神华	0.3%	3.6%	-7.5%	-1.6%	7.7%	2.0%	-3.2%
中煤能源	-15.4%	31.1%	-6.5%	2.3%	6.4%	-3.9%	2.1%
陕西煤业	-12.3%	25.3%	-4.4%	5.3%	-2.5%	-8.0%	-2.1%
潞安环能	-15.7%	5.8%	-0.5%	5.5%	20.5%	-12.5%	2.8%

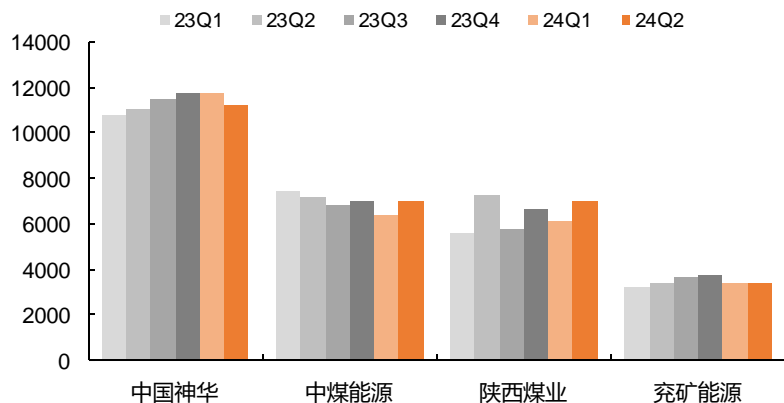
资料来源: 各公司公告, 平安证券研究所



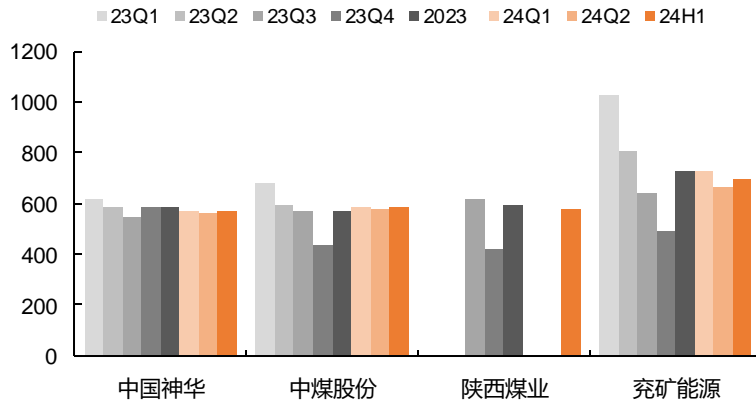
## 2.1 领先煤企对比分析：中国神华、陕西煤业营收韧性相对强

国内规模领先的上市煤企中，中国神华在24H1煤价下行态势下的量价和业绩表现最具韧性，主要得益于深耕煤电+运输一体化布局，对煤炭实时销售和库存情况有较强敏锐度，同时在高长协比例下、价格相对稳定；中煤能源和陕西煤业长协比例分别达80%和60%左右（据公司公告），自产煤量价变动相对市场较小，业绩主要受贸易煤销量下滑、价格下降、吨煤利润减少影响，24H1中煤和陕煤的贸易煤收入占总营收的比例分别约为50%和39%，因此中煤能源受买断贸易煤业务的拖累相对大；兖矿能源长协比例仅在30%以下，煤价波动最大，业绩主要受动煤市场价下降影响。

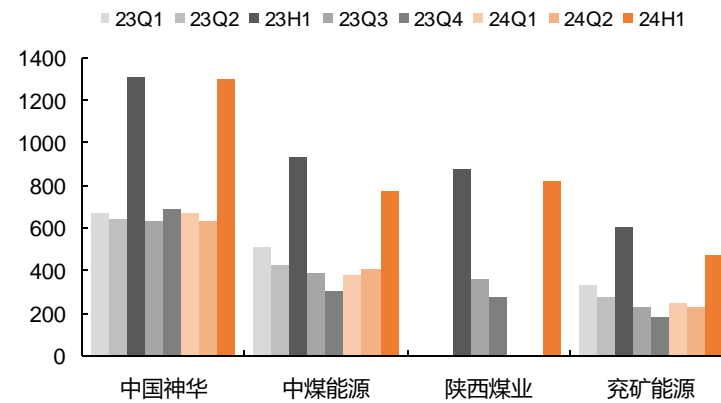
煤炭销量 (万吨)



销售均价 (元/吨)



煤炭业务营收 (亿元)



销量-万吨	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
中国神华	8.8%	2.1%	-3.6%	5.4%
自产煤	1.1%	3.3%	2.7%	2.2%
贸易煤	30.5%	-1.0%	-18.2%	14.2%
中煤能源	-14.6%	-3.1%	9.1%	-8.9%
自产煤	-0.8%	5.0%	4.9%	2.1%
买断贸易煤	-24.4%	-6.1%	16.5%	-15.5%
陕西煤业	9.2%	-3.1%	14.0%	2.3%
自产煤	2.5%	3.7%	5.9%	3.1%
兖矿能源	7.1%	-1.0%	-1.4%	2.9%
自产煤	12.7%	5.6%	4.8%	9.0%

销售均价-元/吨	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
中国神华	-7.7%	-3.9%	-2.4%	-5.8%
自产煤	-6.8%	-2.8%	-0.2%	-4.9%
贸易煤	-13.0%	-5.8%	-3.9%	-9.2%
中煤股份	-13.5%	-2.8%	-1.5%	-8.7%
自产煤	-10.9%	-1.1%	-4.6%	-6.4%
贸易煤	-16.9%	-8.0%	-2.6%	-12.9%
陕西煤业				-11.3%
自产煤				-9.5%
贸易煤				-14.3%
兖矿能源	-29.2%	-17.0%	-8.2%	-23.5%
自产煤	-29.4%	-14.0%	-2.8%	-22.1%

煤炭营业收入-亿元	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
中国神华	0.4%	-1.9%	-6.2%	-0.7%
自产煤	-5.8%	0.3%	2.5%	-2.8%
贸易煤	13.8%	-6.7%	-21.4%	3.7%
中煤能源	-26.1%	-5.8%	7.5%	-16.8%
自产煤	-11.6%	3.8%	0.2%	-4.5%
买断贸易煤	-37.1%	-13.6%	13.5%	-26.5%
陕西煤业				-6.0%
自产煤				-2.8%
贸易煤				-10.7%
兖矿能源	-24.2%	-17.8%	-9.5%	-21.3%
自产煤	-20.5%	-9.1%	2.3%	-15.1%

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

# 2.1.1 领先煤企中国神华和中煤能源的比较研究

- 中国神华和中煤能源作为我国煤炭头部供应商，两大企业均以产销动力煤为主，长协比例均在80%左右，但在一体化布局和资本开支规划上存在较大差异，我们从量、价、一体化情况（第三章详细分析）、资本开支（第三章详细分析）等角度剖析煤价下行中两大头部企业的业绩韧性。
- 量：24H1中国神华在煤炭产销量上仍维持小幅增长，主要得益于煤-电-运输一体化的深度布局，其对煤炭实际需求可较高频地实时跟踪，上半年自产和外购煤销量均小幅增加，主要系对外部客户的销售规模扩大；在结构上，月度长协占比提高，年长协占比下降，今年煤炭供应相对充足、保供压力减小。24H1中煤能源在自产煤销量上仍保持增长，但在买断贸易煤上销量降幅较大，导致整体销量和业绩降幅相对较大。

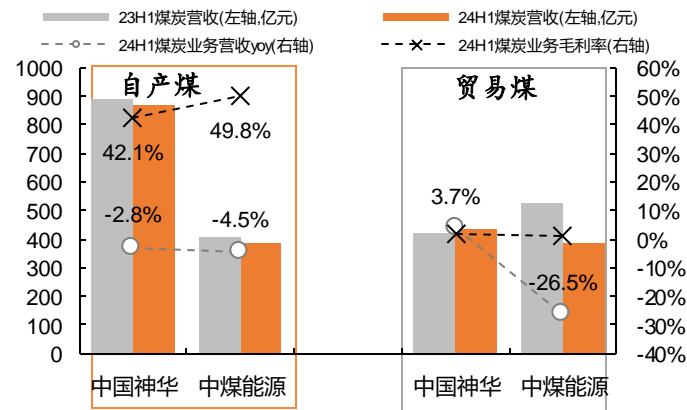
中国神华23H1和24H1煤炭业务运营数据

中国神华	23H1	24H1	yoy
煤炭业务营收(亿元,集团合并抵销后)	1109.8	1111.7	0.2%
煤炭分部营收(亿元,集团合并抵销前)	1352.4	1343.3	-0.7%
煤炭业务销售收入(亿元)	1309.9	1300.5	-0.7%
自产煤销售收入(亿元)	891.8	867.1	-2.8%
外购煤销售收入(亿元)	418.1	433.4	3.7%
煤炭营业成本(亿元,集团合并抵销前)	921.8	962.8	4.4%
煤炭业务销售成本(亿元)	886.4	927.6	4.6%
自产煤销售成本(亿元)	476.1	502.4	5.5%
外购煤销售成本(亿元)	410.3	425.2	3.6%
煤炭业务销售毛利率	32.3%	28.7%	-3.7pct
自产煤	46.6%	42.1%	-4.6pct
贸易煤	1.9%	1.9%	0.0pct
煤炭运营数据(百万吨)			
商品煤总产量	160.7	163.2	1.6%
商品煤总销量	217.9	229.7	5.4%
分类一:百万吨			
自产煤销售量	159.3	162.8	2.2%
占比	73.1%	70.9%	-2.2pct
外购煤销售量	58.6	66.9	14.2%
占比	26.9%	29.1%	2.2pct
分类二:百万吨			
年度长协销量	124.3	125.0	0.6%
年长协占比	57.0%	54.4%	-2.6pct
月度长协销量	63.7	72.8	14.3%
月长协占比	29.2%	31.7%	2.5pct
现货销量	18	19.7	9.4%
煤矿坑口直接销售	11.9	12.2	2.5%
分类三:百万吨			
对外部客户销售	180.1	192.7	7.0%
对内部发电分部销售	35.3	34.9	-1.1%
对内部煤化工分部销售	2.5	2.1	-16.0%

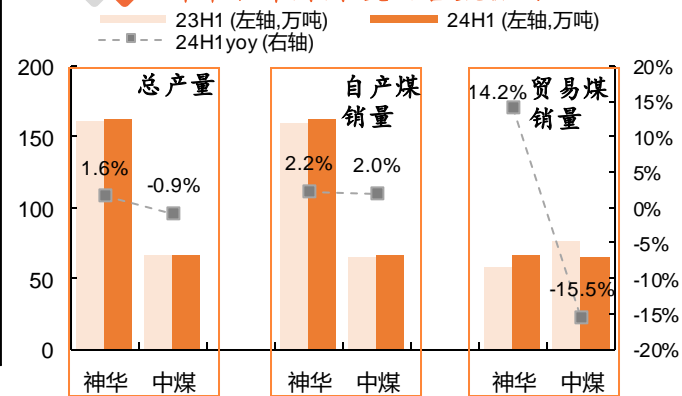
中煤能源23H1和24H1煤炭业务运营数据

中煤能源	23H1	24H1	yoy
煤炭业务营收(亿元)	935.2	777.7	-16.8%
自产商品煤	404.7	386.4	-4.5%
买断贸易煤	527.5	387.9	-26.5%
煤炭业务营业成本(亿元)	710.0	579.2	-18.4%
自产商品煤	184.9	193.9	4.8%
自产煤材料成本	31.7	35.9	13.5%
自产煤人工成本	26.2	35.7	36.1%
折旧及摊销	35.5	29.9	-15.8%
维修支出	7.2	6.2	-14.6%
运输费用及港杂费用	39.4	36.8	-6.6%
外包矿务工程费	16.5	17.2	4.7%
其他成本	30.7	33.8	10.1%
买断贸易煤	522.9	383.7	-26.6%
买断贸易煤采购成本	512.1	363.6	-29.0%
贸易煤相关运输费及港杂费	10.9	20.1	85.2%
煤炭业务毛利率	24.1%	25.5%	1.4pct
自产煤	54.3%	49.8%	-4.5pct
贸易煤	0.9%	1.1%	0.2pct
产量-百万吨			
动力煤	67.1	66.5	-0.9%
炼焦煤	61.4	60.8	-0.9%
占比	5.8	5.7	-1.2%
销量-百万吨			
自产煤	146.7	133.6	-8.9%
占比	64.9	66.2	2.1%
买断贸易煤	76.2	64.4	-15.5%
占比	44.2%	49.6%	5.3pct
代理	5.6	3.0	-46.7%

神华和中煤煤炭业务营收同比和毛利率



神华和中煤煤炭运营数据对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.1.1 领先煤企中国神华和中煤能源的比较研究

- 价：整体来看，24H1中国神华的价格降幅较中煤能源相对小，主要是贸易煤价格降幅较大，而中煤能源的买断贸易煤占总销售量比例更大，因此平均售价受到市场价下降的影响更大；从分类结构上看，动力煤价格同比跌幅较炼焦煤大，对外部客户销售的煤价跌幅较销售给内部发电、化工分部的跌幅更大，进出口贸易部分的贸易煤较国内转销贸易煤跌幅更大。从成本上来看，两大企业人工成本同比均有较大幅度的提高，主要是社保缴费政策性增长和一线采煤工人薪酬有所增加，中煤能源因露天矿剥离量增加、地质条件变化等原因材料成本有所增加。从单吨利润来看，平均售价降低、人工等成本提高主要影响公司自产煤销售利润均同比下降了14.1%。

### 中国神华23H1和24H1销售单价及单位成本

中国神华	23H1	24H1	yoy
平均售价 (元/吨)	601	566	-5.8%
分类一:			
自产	560	533	-4.8%
外购	713	648	-9.1%
分类二:			
年长协	500	490	-2.0%
月长协	821	725	-11.7%
现货	693	618	-10.8%
分类三:			
对外部客户销售	616	577	-6.3%
对内部发电分部销售	534	516	-3.4%
对内部煤化工分部销售	452	425	-6.0%
单吨成本:			
自产煤单位生产成本 (元/吨)	188	192	2.0%
原材料、燃料及动力	31	31	-1.3%
人工成本	48	56	18.3%
修理费	10	11	1.9%
折旧及摊销	19	18	-4.2%
其他成本	80	76	-5.0%
自产煤单位销售成本 (元/吨)	299	309	3.3%
外购煤单位销售成本 (元/吨)	700	636	-9.2%
单吨利润:			
自产煤单位销售利润 (元/吨)	261	224	-14.1%
外购煤单位销售利润 (元/吨)	13	12	-2.4%

### 中煤能源23H1和24H1销售单价及单位成本

中煤能源	23H1	24H1	yoy
平均售价 (元/吨)	638	582	-8.7%
分类:			
自产	624	584	-6.4%
动力煤	548	511	-6.8%
炼焦煤	1412	1371	-2.9%
买断贸易煤	692	603	-12.9%
国内转销	688	604	-12.2%
自营出口	2016	1380	-31.5%
进口贸易	743	529	-28.8%
单吨成本:			
自产煤单位生产成本 (元/吨)	228	240	5.3%
材料成本	49	54	11.2%
人工成本	40	54	33.4%
折旧及摊销	55	45	-17.5%
维修支出	11	9	-16.3%
其他成本	73	77	6.0%
自产商品煤单位销售成本 (元/吨)	285	293	2.7%
买断贸易煤单位销售成本 (元/吨)	686	596	-13.1%
单吨利润:			
自产商品煤单吨销售利润 (元/吨)	339	291	-14.1%
买断贸易煤单吨销售利润 (元/吨)	6	7	20.7%



## 2.1.2 领先煤企陕西煤业和兖矿能源的比较研究

- 陕西煤业和兖矿能源在煤炭规模上都处于领先水平，且均以生产动力煤为主，在2024年中期均实施了分红计划；但两大煤企在资源区域分布、长协占比结构、稳健型or开拓型的发展模式等方面又有较大差异。陕西煤业的资源聚集于陕西，具有高长协比例（年长协占比约60%）、低资本开支水平（2024年计划支出23.33亿元）、稳健型发展特点，资产负债率和有息负债率均保持在相对低位，业绩韧性和粘性较强，集团拟向其转让陕煤电力集团（2023年营收152.47亿元，净利润15.28亿元，集团持股88.65%），有望推动企业打造煤电一体化运营模式；兖矿能源资源分布于山东、内蒙和澳洲等地，长协占比相对低（占比约26%），产能扩张弹性大（在建产能合计达22.71百万吨/年）、资本开支较高（2024年计划197.02亿元，24H1支出28.59亿元，主要用于煤炭矿井基建和维持简单再生产），同时布局有煤化工、电力等一体化业务，整体业绩弹性更大。

◆ 陕西煤业24H1业绩表现

陕西煤业	23H1	24H1	yoy
总营业收入（亿元）	906.6	847.4	-6.5%
煤炭业务营收	873.0	820.7	-6.0%
自产煤	517.8	503.5	-2.8%
贸易煤	355.2	317.1	-10.7%
铁路运输业	4.8	5.1	6.3%
其他	28.8	21.6	-25.1%
营业成本（亿元）	571.0	548.6	-3.9%
煤炭业务营业成本	550.9	535.3	-2.8%
自产煤	199.6	221.6	11.0%
贸易煤	351.3	313.7	-10.7%
铁路运输业	2.7	2.4	-9.9%
其他	17.3	10.8	-37.6%
销售毛利率	37.0%	35.3%	-1.7pct
煤炭业务	36.9%	34.8%	-2.1pct
自产煤	61.5%	56.0%	-5.5pct
贸易煤	1.1%	1.1%	持平
铁路运输业	43.5%	52.1%	8.6pct
其他	39.9%	49.9%	10.1pct
销售期间费用率	4.3%	4.7%	0.4pct
销售净利率	21.5%	20.9%	-0.6pct
归母净利润（亿元）	115.8	105.6	-8.8%
资产负债率	39.7%	35.4%	-4.3pct
有息负债率	2.5%	2.2%	-0.3pct

◆ 兖矿能源24H1业绩表现

兖矿能源	23H1	24H1	yoy
总营业收入（亿元）	844.0	723.1	-14.3%
煤炭业务营收（分部间合并抵销后）	601.7	473.5	-21.3%
煤炭业务收入（合并抵销前）	568.9	685.7	20.5%
对外交易收入	514.7	514.9	0.1%
分部间交易收入	54.2	170.8	215.2%
煤化工	127.0	125.1	-1.4%
电力	13.0	12.4	-4.2%
发电量（亿千瓦时）	42.6	39.1	-8.1%
售电量（亿千瓦时）	35.4	32.7	-7.6%
单位售电价（元/兆瓦时）	367.1	380.5	3.7%
热力	4.3	4.9	13.9%
其他	98.1	107.1	9.3%
营业成本（亿元）	580.6	484.9	-16.5%
煤炭业务营业成本（分部间合并抵销后）	332.3	289.9	-12.8%
合并抵销前-对外交易收入	273.6	314.8	15.1%
合并抵销前-分部间交易收入	54.1	170.8	215.9%
煤化工	106.9	101.5	-5.1%
电力	11.7	11.1	-5.1%
单位发电成本（元/兆瓦时）	331.5	340.4	2.7%
销售毛利率	31.2%	32.9%	1.7pct
煤炭业务	44.8%	38.8%	-6.0pct
煤化工	15.8%	18.9%	3.1pct
电力	9.7%	10.5%	0.8pct
销售期间费用率	8.3%	12.2%	3.9pct
销售净利率	15.1%	15.1%	-0.1pct
归母净利润（亿元）	102.1	75.7	-25.9%
资产负债率	61.8%	65.6%	3.8pct
有息负债率	28.8%	30.8%	2.0pct

资料来源：各公司公告，平安证券研究所





## 2.1.2 领先煤企陕西煤业和兖矿能源的比较研究

■ 从具体经营数据和业绩表现来看，陕西煤业因长协占比高，煤价表现更为稳定，24H1吨煤毛利率小幅下降2.1pct，产销量同比小幅增加，24H1总营收和归母净利润分别同比减少6.5%和8.8%，在煤价下行期彰显出较强的业绩韧性。同时，公司投资业务逐步清退收回，24H1将持有的盐湖股份核算方法从交易性金融资产转到长期股权投资，并出售部分隆基股份。兖矿能源现货交易占比相对高，煤炭市场价波动对利润影响较大，控股的兖煤澳洲24H1平均售价为176澳元/吨，yoy-37%，24Q2售价为180澳元/吨左右，yoy-20%，较Q1同比降幅48%已有明显收窄。

◆ 陕西煤业经营数据表现

陕西煤业		23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价（元/吨）		678.8	623.8	-8.1%
	自产煤	625.4	603.9	-3.4%
	贸易煤	775.5	658.4	-15.1%
自产煤中分煤种售价（元/吨）：				
	原选煤	587.7	606.4	3.2%
	洗煤	717.2	598.1	-16.6%
煤炭平均销售成本（元/吨）		428.4	406.9	-5.0%
	自产煤	241.1	265.8	10.2%
	贸易煤	767.1	651.4	-15.1%
分煤种销售成本（元/吨）				
	原选煤单位销售成本	117.8	145.4	23.4%
	原选煤单位完全成本	297.8	281.4	-5.5%
	洗煤单位销售成本	317.7	264.0	-16.9%
煤炭单吨毛利（元/吨）		250.4	216.9	-13.4%
	自产煤	384.3	338.1	-12.0%
	贸易煤	8.4	7.0	-16.3%
煤炭业务毛利率		36.9%	34.8%	-2.1pct
	自产煤	61.5%	56.0%	-5.5pct
	贸易煤	1.1%	1.1%	同比持平
产销量（万吨）：				
	产量	8406.7	8640.7	2.8%
	销量	12860.1	13155.0	2.3%
	分来源：			
	自产煤	8280.2	8338.6	0.70%
	贸易煤	4579.9	4816.4	5.20%
	分煤种：			
	原煤	10451.1	10596.1	1.40%
	洗煤	2409	2558.9	6.20%

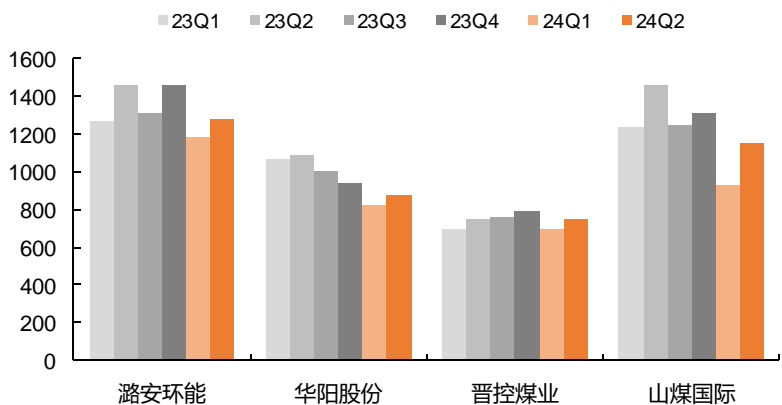
◆ 兖矿能源经营数据表现

兖矿能源		23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价（元/吨）		912.5	697.6	-23.5%
	自产煤	857.0	667.6	-22.1%
	贸易煤	1349.2	1163.1	-13.8%
分煤种售价（元/吨）				
	经筛选原煤	404.4	383.8	-5.1%
	洗精煤	1458.1	1245.9	-14.6%
	洗混煤	392.3	433.8	10.6%
其他-兖煤澳洲		1242.2	830.6	-33.1%
	半硬焦煤	1741.8	2204.1	26.5%
	半软焦煤	1896.7	1526.4	-19.5%
	喷吹煤	1852.5	1572.1	-15.1%
	动力煤	1117.6	731.9	-34.5%
其他-兖煤国际		1025.4	674.0	-34.3%
	动力煤	1025.4	674.0	-34.3%
煤炭平均销售成本（元/吨）		503.9	427.1	-15.2%
	自产煤	398.5	382.2	-4.1%
	贸易煤	1333.6	1123.8	-15.7%
煤炭单吨毛利（元/吨）		408.6	270.5	-33.8%
	自产煤	458.5	285.4	-37.8%
	贸易煤	15.6	39.3	151.9%
煤炭业务毛利率		44.8%	38.8%	-6.0pct
	自产煤	53.5%	42.8%	-10.7pct
	贸易煤	1.2%	3.4%	2.2pct
产销量（万吨）：				
	商品煤产量	6384.5	6907.8	8.2%
	商品煤销量	6594.1	6787.5	2.9%
	分来源：			
	自产煤	5850.7	6375.8	9.0%
	贸易煤	743.4	411.7	-44.6%
	分煤种（自产煤）：			
	经筛选原煤	2664.0	3030.0	13.7%
	洗精煤	1155.7	1063.1	-8.0%
	洗混煤	173.6	154.9	-10.8%
	其他：兖煤澳洲	1437.5	1694.4	17.9%
	其他：兖煤国际	251.7	266.1	5.7%

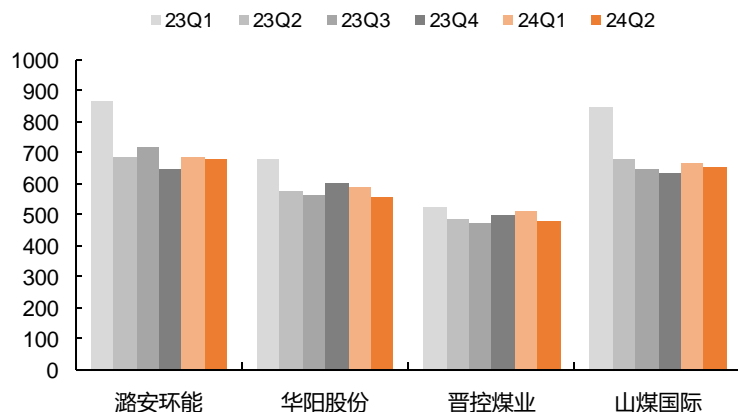
## 2.2 山西上市煤企：逐渐恢复正常生产，24Q2产销同环比明显改善

■ 山西煤企上半年因查三超和矿山安全严监管，部分煤矿减停产，24H1整体产销量同比下滑，但6月初开始已逐步恢复正常生产，24Q2各煤企产销量环比明显改善，同比降幅也有所收窄，但因今年7月长江流域暴雨天气影响、水库水位和出水量高涨，水电贡献大幅提升挤占部分火电需求，因此夏季电煤需求旺季煤价同环比仍小幅下跌，但二季度降幅较一季度收窄，据wind数据，动力煤现货价（5500K秦皇岛港口价）在830元/吨左右体现出韧性，9月开始逐渐回升。整体来看，产销量回暖使山西主要煤企24Q2煤炭业务营收环增、同比降幅收窄。分企业看，晋控煤业受查三超影响小，并剥离枯竭煤矿降费，上半年业绩韧性最好；其次潞安环能作为国内喷吹煤领先生产企业，24H1销量降幅相对华阳和山煤较小。

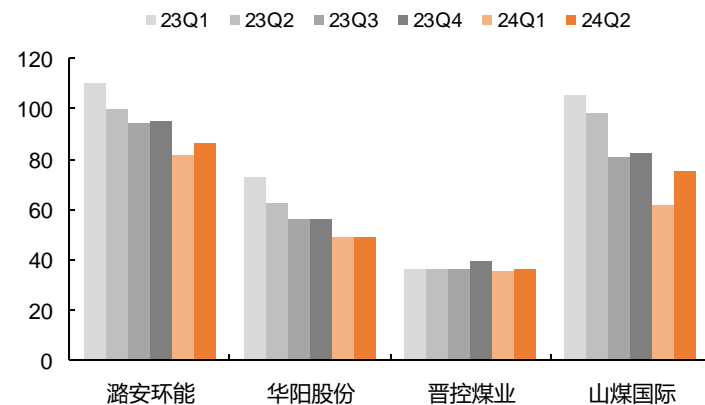
山西主要煤企煤炭销量（万吨）



山西主要煤企销售均价（元/吨）



煤炭业务营收（亿元）



销量	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
潞安环能	-7.1%	-12.6%	7.9%	-10.0%
华阳股份	-22.6%	-18.8%	6.4%	-20.7%
晋控煤业	-0.6%	0.1%	7.8%	-0.2%
山煤国际	-25.1%	-20.7%	24.1%	-22.7%

销售均价	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
潞安环能	-20.7%	-1.6%	-1.8%	-11.6%
华阳股份	-13.4%	-3.1%	-5.3%	-8.7%
晋控煤业	-2.5%	-1.4%	-5.5%	-1.8%
山煤国际	-21.3%	-3.3%	-1.9%	-12.6%

煤炭营收	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
潞安环能	-26.3%	-14.0%	5.9%	-20.5%
华阳股份	-33.0%	-21.3%	0.8%	-27.6%
晋控煤业	-3.1%	-1.2%	1.9%	-2.1%
山煤国际	-41.1%	-23.3%	21.8%	-32.5%

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：山西焦煤因未在公告中详细说明产销量和售价，故图表中未列示，据公司公告，24H1其煤炭业务营收同比下降约30%。

## 2.2 山西煤企经营情况对比分析：晋控煤业煤炭量价稳定性相对强

■ 山西代表性煤企潞安环能(喷吹煤/混煤-发电,炼焦等)、华阳股份(无烟煤-动力末煤为主)和山煤国际(动力煤为主+配焦煤)24H1营收同比降幅在20%-30%左右,其中山煤国际产销量降幅较大主要是黄河流域生态治理制约河曲露天矿生产(核定产能较去年同期减少600万吨);而晋控煤业(动力煤)得益于24Q2色连煤矿产能释放、销量增加,同时依托大秦铁路线、外销便利,上半年整体量价降幅均较小,业绩更具韧性。此外,2024年4月1日起山西资源税税率上调(原煤税率由8%调整为10%,选矿洗煤税率由6.5%调整为9%),导致各大企业24Q2资源税增加0.7-2.2亿元左右。

### 潞安环能

潞安环能	23H1	24H1	yoy
商品煤综合售价(元/吨)	772.6	683.1	-11.6%
商品煤单位营业成本-元/吨	335.5	371.4	10.7%
单吨煤毛利-元/吨	437.1	311.7	-28.7%
商品煤完全生产成本-元/吨	392.6	435.2	10.8%
原煤产量(万吨)	2954	2767	-6.3%
商品煤产量(万吨)	2553	2347	-8.1%
混煤	1531	1377	-10.1%
喷吹煤	1022	970	-5.1%
商品煤销量(万吨)	2729	2455	-10.0%
混煤	1536	1385	-9.8%
喷吹煤	982	936	-4.7%
总营业收入-亿元	218.8	176.5	-19.3%
煤炭业务收入	210.8	167.7	-20.5%
营业成本-亿元	102.2	101.3	-0.9%
煤炭营业成本	91.6	91.2	-0.4%
销售毛利率%	53.3%	42.6%	-10.6pct
煤炭业务毛利率	56.6%	45.6%	-10.9pct
销售期间费用率	9.0%	11.2%	2.2pct
销售净利率	27.3%	15.2%	-12.0pct
归母净利润-亿元	53.0	22.3	-58.0%
资产负债率	45.7%	40.8%	-4.9pct
有息负债率	4.2%	2.6%	-1.6pct

### 华阳股份

华阳股份	23H1	24H1	yoy
煤炭综合售价(元/吨)	627.1	572.5	-8.7%
单位销售成本-元/吨	323.3	354.0	9.5%
单吨煤毛利-元/吨	303.8	218.4	-28.1%
煤炭产量(万吨)	2376	1866	-21.5%
外购煤炭	67	161	140.3%
煤炭销量(万吨)	2157	1710	-20.7%
洗块煤	216	180	-16.7%
洗粉煤	86	71	-17.4%
洗末煤	1789	1390	-22.3%
煤泥	66	68	3.0%
其他业务:			
供电产量-亿千瓦时	6.1	32.1	429.9%
供电销量-亿千瓦时	5.3	29.4	458.0%
总营业收入-亿元	154.1	122.0	-20.9%
煤炭营业收入	135.3	97.9	-27.6%
电力业务营收	1.3	9.8	685.6%
营业成本-亿元	153.5	121.6	-20.8%
煤炭营业成本	69.7	60.5	-13.2%
电力营业成本	1.7	9.1	442.5%
销售毛利率	43.0%	32.0%	-11.0pct
煤炭业务毛利率	48.4%	38.1%	-10.3pct
电力业务毛利率	-33.6%	7.7%	41.3pct
销售期间费用率	6.6%	9.5%	2.9pct
销售净利率	22.0%	11.6%	-10.3pct
归母净利润-亿元	30.1	13.0	-56.9%
资产负债率	54.7%	53.7%	-1.0pct
有息负债率	28.0%	27.3%	-0.8pct

### 晋控煤业

晋控煤业	23H1	24H1	yoy
商品煤单位售价-元/吨	504.9	495.2	-1.9%
单位销售成本-元/吨	266.4	268.9	1.0%
单位完全成本-元/吨	301.2	289.6	-3.9%
单吨煤毛利-元/吨	238.6	226.3	-5.1%
原煤产量(万吨)	1700.7	1692.8	-0.5%
塔山矿原煤产量	1313.3	1315.3	0.2%
色连煤矿原煤产量	387.4	377.5	-2.6%
商品煤销量(万吨)	1448.4	1445.2	-0.2%
塔山矿商品煤销量	1084.6	1085.7	0.1%
色连煤矿商品煤销量	356.5	359.5	0.8%
总营业收入(亿元)	74.5	73.8	-1.0%
煤炭营业收入	73.1	71.6	-2.1%
营业成本(亿元)	39.2	40.6	3.5%
煤炭营业成本	38.6	38.9	0.7%
销售毛利率	47.3%	45.0%	-2.4pct
煤炭业务毛利率	47.2%	45.7%	-1.5pct
销售期间费用率	6.9%	4.2%	-2.7pct
销售净利率%	26.9%	26.9%	持平
归母净利润(亿元)	13.9	14.4	3.7%
资产负债率	45.4%	33.5%	-11.9pct
有息负债率	19.6%	11.4%	-8.2pct

### 山煤国际

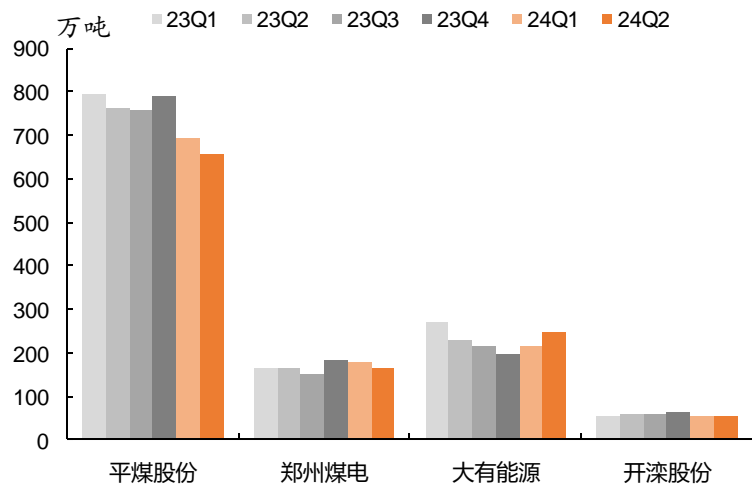
山煤国际	23H1	24H1	yoy
商品煤销售均价(元/吨)	755.8	660.3	-12.6%
自产煤	730.6	685.9	-6.1%
贸易煤	820.4	626.0	-23.7%
商品煤单位销售成本(元/吨)	420.2	435.6	3.7%
自产煤	278.8	306.9	10.1%
贸易煤	782.4	607.6	-22.3%
单吨商品煤毛利(元/吨)	335.5	224.7	-33.0%
自产煤	451.7	379.0	-16.1%
贸易煤	38.0	18.4	-51.5%
商品煤单位完全成本-元/吨	471.8	482.5	2.3%
原煤产量(万吨)	2118.8	1538.1	-27.4%
煤炭进口量	419.2	536.2	27.9%
商品煤销量(万吨)	2695.1	2083.1	-22.7%
自产煤炭销量	1938.3	1191.8	-38.5%
贸易煤销量	756.8	891.3	17.8%
总营业收入(亿元)	206.8	140.6	-32.0%
煤炭业务营业收入	203.7	137.5	-32.5%
自产煤	141.6	81.7	-42.3%
贸易煤	62.1	55.8	-10.1%
营业成本(亿元)	116.4	92.9	-20.2%
煤炭业务营业成本	113.3	90.7	-19.9%
自产煤	54.0	36.6	-32.3%
贸易煤	59.2	54.2	-8.5%
销售毛利率	43.7%	33.9%	-9.8pct
煤炭业务毛利率	44.4%	34.0%	-10.4pct
自产煤	61.8%	55.3%	-6.6pct
贸易煤	4.6%	2.9%	-1.7pct
销售期间费用率	5.9%	9.0%	3.2pct
销售净利率%	23.4%	12.6%	-10.7pct
归母净利润(亿元)	30.6	12.9	-57.8%
资产负债率	53.0%	51.6%	-1.4pct
有息负债率	16.5%	20.3%	3.8pct

资料来源:各公司公告,平安证券研究所

## 2.3 河南河北上市煤企：平煤股份和郑州煤电整体业绩韧性相对强

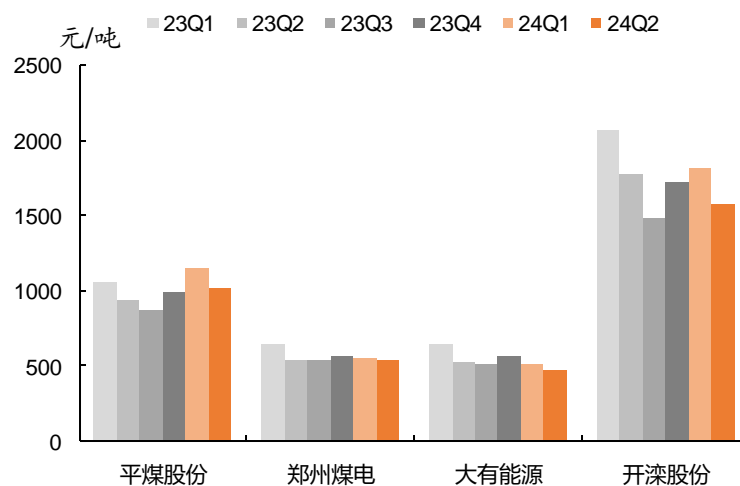
■ 河南河北主要上市煤企(平煤股份、冀中能源、郑州煤电、大有能源、开滦股份)24H1总销量同比下降11.3%，煤炭业务总营收同比下降18.3%，其中平煤股份和郑州煤电整体业绩韧性相对强。量方面，平煤股份和大有能源上半年部分煤矿因安全事故而减停产；价方面，除平煤股份通过提高精煤产出比例，调整产品结构提升了整体售价外，其他动力煤和焦煤生产煤企售价同比均有所下调，长协比例高的平煤股份和郑州煤电价格波动幅度相对小。

河南河北主要上市煤企煤炭销量



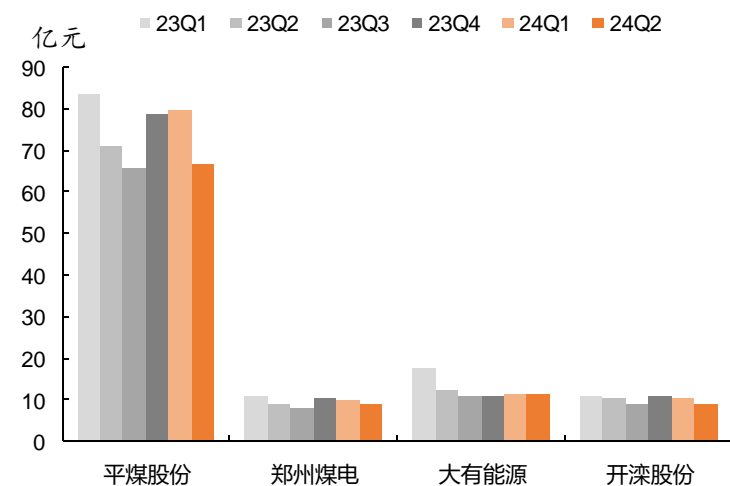
销量	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
平煤股份	-12.9%	-13.6%	-4.9%	-13.2%
郑州煤电	9.1%	0.6%	-8.9%	4.9%
大有能源	-20.4%	6.8%	13.7%	-8.0%
开滦股份	5.6%	-2.3%	0.6%	1.5%

河南河北主要上市煤企煤炭销售均价



销售均价	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
平煤股份	9.5%	9.0%	-12.0%	9.3%
郑州煤电	-15.1%	-1.2%	-2.5%	-8.3%
大有能源	-19.4%	-11.5%	-9.2%	-16.7%
开滦股份	-12.1%	-11.5%	-13.1%	-11.6%

河南河北主要上市煤企煤炭业务营收



煤炭营收	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
平煤股份	-4.6%	-5.3%	-16.3%	-5.1%
郑州煤电	-7.4%	-0.6%	-11.2%	-4.3%
大有能源	-35.9%	-5.5%	3.3%	-23.4%
开滦股份	-7.2%	-13.5%	-12.6%	-10.3%

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：冀中能源未在公司公告中列示详细季度数据，因此图表中未出现



## 2.3.1 河南上市煤企对比：平煤股份提高精煤占比对冲煤价下行

■ 平煤股份通过提高精煤占比减小降价影响，郑州煤电长协占比高、降价幅度相对小且产销同比提升。河南最大的代表性煤企平煤股份，聚焦煤炭开采加工业务，产销精煤和部分动力煤，24Q1“十二矿”因安全事故停产导致上半年原煤产量有所下滑(已于5月底恢复生产)，但公司通过提高精煤产出比例(洗出率上升明显)，煤炭平均售价逆市同比提升，整体业绩表现出较强韧性。郑州煤电和大有能源均是河南主要的动力煤生产企业，聚焦煤炭开采加工业，上半年煤价均有所下降，但郑州煤电年长协占比高、售价更为稳定，叠加产销同比增加，整体营收仅小幅下降；大有能源24H1除煤价下跌外，耿村煤矿因安全事故尚未完全恢复生产影响煤炭产销量，上半年营收和毛利率降幅均较大，归母净利润转亏。

### 平煤股份

平煤股份	23H1	24H1	yoy
精煤平均售价(元/吨)	995.7	1088.4	9.3%
精煤销售成本(元/吨)	680.7	771.6	13.4%
煤炭毛利(元/吨)	315.1	316.8	0.6%
原煤产量(万吨)	1537	1421	-7.5%
精煤产量(万吨)	618	659	6.6%
洗出率	40.2%	46.4%	6.2pct
商品煤销量	1553.9	1348.8	-13.2%
自产煤	1390.2	1154.5	-17.0%
总营业收入(亿元)	159.7	162.5	1.8%
商品煤销售收入	154.7	146.8	-5.1%
洗煤	100.2	102.6	2.4%
混煤	81.8	72.2	-11.7%
内部抵销	-36.9	-40.0	
营业成本(亿元)	110.8	119.7	8.1%
商品煤销售成本	105.8	104.1	-1.6%
洗煤	92.7	96.4	4.0%
混煤	42.9	39.4	-8.2%
内部抵销	-36.8	-40.0	
销售毛利率	30.6%	26.3%	-4.3pct
商品煤销售毛利率	31.6%	29.1%	-2.5pct
洗煤	7.5%	6.1%	-1.4pct
混煤	47.5%	45.4%	-2.1pct
销售期间费用率	8.9%	10.7%	1.8pct
销售净利率	15.0%	9.3%	-5.7pct
归母净利润(亿元)	22.3	13.9	-37.7%
资产负债率	64.6%	60.3%	-4.4pct
有息负债率	27.0%	26.8%	-0.2pct

### 郑州煤电

郑州煤电	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价(元/吨)	598.9	546.3	-8.8%
煤炭销售成本(元/吨)	395.2	399.7	1.1%
煤炭单吨毛利(元/吨)	203.7	146.6	-28.0%
煤炭产量(万吨)	335	345	3.0%
煤炭销量(万吨)	328	344	4.9%
总营业收入(亿元)	21.9	21.6	-1.4%
煤炭业务收入	19.6	18.8	-4.3%
营业成本(亿元)	14.8	16.0	8.6%
煤炭业务成本	13.0	13.7	6.1%
销售毛利率	32.7%	25.9%	-6.8pct
煤炭业务毛利率	34.0%	26.8%	-7.2pct
销售期间费用率	18.4%	18.1%	-0.3pct
销售净利率	6.9%	3.0%	-3.9pct
归母净利润(亿元)	0.5	0.1	-77.7%
资产负债率	79.5%	78.9%	-0.5pct
有息负债率	17.2%	18.2%	1.0pct

### 大有能源

大有能源	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价(元/吨)	588.6	490.1	-16.7%
煤炭销售成本(元/吨)	346.9	390.5	12.6%
煤炭单吨毛利(元/吨)	241.7	99.6	-58.8%
商品煤产量(万吨)	529.4	472.9	-10.7%
商品煤销量(万吨)	503.3	463.3	-8.0%
总营业收入(亿元)	35.3	26.0	-26.4%
煤炭业务收入	29.6	22.7	-23.4%
营业成本(亿元)	23.9	22.3	-7.0%
煤炭业务成本	17.5	18.1	3.6%
销售毛利率	32.2%	14.4%	-17.9pct
煤炭业务毛利率	41.1%	20.3%	-20.7pct
销售期间费用率	21.8%	23.4%	1.6pct
销售净利率	9.0%	-18.9%	-27.8pct
归母净利润(亿元)	2.2	-4.9	-322.0%
资产负债率	64.3%	68.3%	4.0pct
有息负债率	26.2%	29.1%	2.8pct

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

## 2.3.2 河北上市煤企对比：开滦股份通过量增对冲部分价跌损失

- 河北主要上市煤企均受到煤价下跌的较大影响，业绩整体承压。其中，开滦股份生产焦精煤为主，一体化布局煤炭和煤化工业务，上半年终端地产、基建需求疲软导致焦炭、焦煤价格下行，但公司商品煤销量仍保持同比增加，24H1营收和归母净利分别同比下滑10.8%和38.6%，公司通过量增对冲了部分价跌带来的利润损失。冀中能源生产炼焦煤和动力煤，同时布局有焦炭、烧碱、PVC等煤化工产品，24H1煤炭业务收入因煤价下跌承压，但通过合理控制成本，毛利率同比有所提升，因去年同期投资收益高达16.7亿元，24H1归母净利润同比降幅相对较大，此外，冀中能源拟进行中期分红，每10股派2元，共派发现金红利7.07亿元，占24H1归母净利润的70.56%。

### 开滦股份

开滦股份	23H1	24H1	yoy
焦煤平均售价-元/吨	1814.3	1452.1	-20.0%
焦煤销售成本-元/吨	855.9	731.1	-14.6%
焦煤单吨毛利-元/吨	958.3	721.0	-24.8%
原煤产量（万吨）	458.3	454.8	-0.8%
商品煤产量	271.4	294.3	8.4%
洗精煤产量	176.1	182.4	3.6%
商品煤销量（万吨）	199.9	222.2	11.2%
洗精煤销量	111.0	112.7	1.5%
焦炭销量	270.0	267.6	-0.9%
总营业收入(亿元)	119.4	106.6	-10.8%
煤炭业务收入	36.3	32.3	-11.0%
洗精煤	33.7	29.4	-12.7%
冶金焦炭	61.9	53.8	-13.0%
煤化工产品	44.2	42.3	-4.3%
营业成本(亿元)	101.7	92.5	-9.1%
煤炭业务成本	17.1	16.2	-5.1%
洗精煤	15.4	14.7	-4.7%
冶金焦炭	63.0	59.3	-5.8%
煤化工产品	44.8	39.1	-12.7%
销售毛利率	14.8%	13.2%	-1.6pct
煤炭业务毛利率	52.8%	49.7%	-3.2pct
冶金焦炭毛利率	-1.8%	-10.2%	-8.4pct
煤化工产品毛利率	-1.4%	7.6%	8.9pct
销售期间费用率	5.7%	7.4%	1.7pct
销售净利率	4.8%	2.5%	-2.3pct
归母净利润（亿元）	7.8	4.8	-38.6%
资产负债率	45.9%	45.0%	-0.9pct
有息负债率	21.3%	21.3%	持平

### 冀中能源

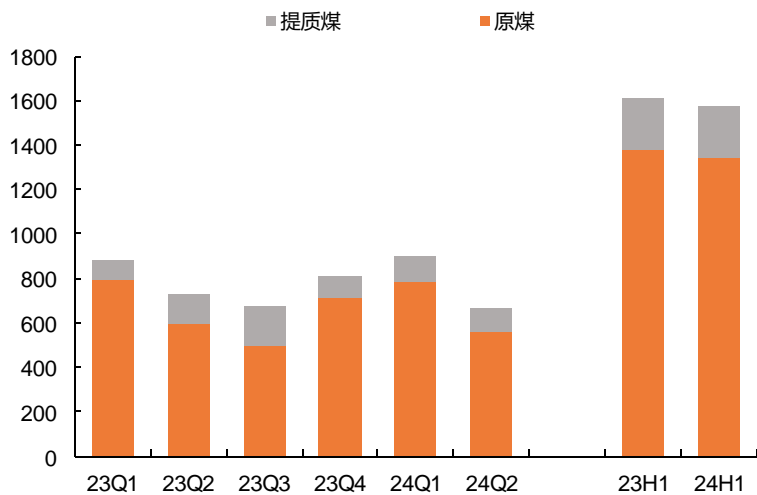
冀中能源	23H1	2023	24H1	24H1yoy
煤炭平均售价（元/吨）	853.2	743.2	633.3	-25.8%
煤炭销售成本（元/吨）	512.4	409.6	336.1	-34.4%
煤炭单吨毛利（元/吨）	340.7	333.6	297.2	-12.8%
原煤产量（万吨）	1356.3	2741.2	1353.8	-0.2%
煤炭销量（万吨）	1458.7	2603.9	1239.8	-15.0%
总营业收入（亿元）	147.5	243.3	101.1	-31.5%
煤炭销售收入	124.5	193.5	78.5	-36.9%
煤化工销售收入	16.9	39.3	18.0	6.5%
营业成本（亿元）	96.4	198.4	85.4	-11.4%
煤炭销售成本	74.8	106.6	41.7	-44.2%
煤化工销售成本	16.1	37.9	17.2	6.7%
销售毛利率	34.7%	36.8%	37.5%	2.8pct
煤炭业务毛利率	39.9%	44.9%	46.9%	7.0pct
煤化工业务毛利率	4.4%	3.5%	4.2%	-0.2pct
销售期间费用率	11.8%	13.9%	16.3%	4.5pct
销售净利率	25.2%	23.1%	12.5%	-12.7pct
归母净利润（亿元）	33.7	49.4	10.0	-70.3%
资产负债率	51.6%	51.0%	53.1%	1.5pct
有息负债率	29.5%	31.2%	34.9%	5.4pct



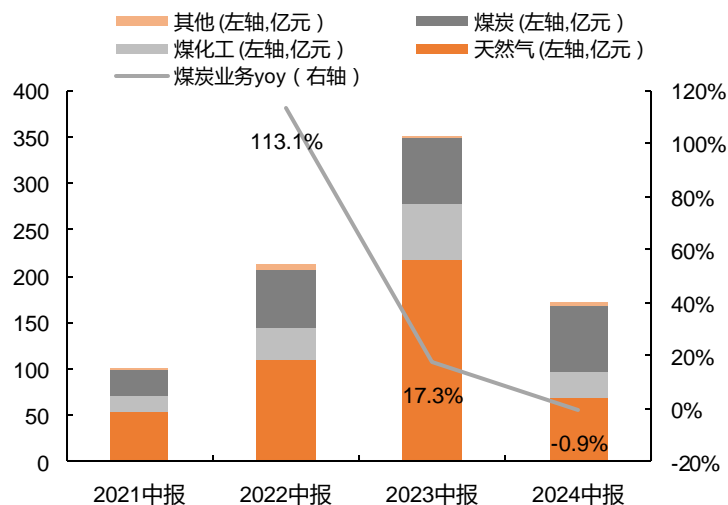
## 2.4新疆主要煤企：广汇能源煤炭业务持稳，未来量增可期

- 煤炭开采业务聚焦于新疆地区的代表性上市煤企主要有广汇能源，公司以生产动力煤为主，整体煤炭业务量价较为稳定，广汇能源主营“煤炭-煤化工-天然气”业务，销售煤炭采取锁量不锁价的方式，上半年因矿山安全检查及白石湖临时性地质变化对产量造成一定影响，但销量和售价仍保持坚挺，因此公司煤炭业务收入仅小幅减少0.9%，总营收主要受天然气贸易价差收窄和贸易规模减小以及部分化工品为规避需求疲软、价格下行而缩量的影响。
- 未来公司煤炭开采业务有望实现较大规模的量增，在建煤矿产能释放或将成为公司营收增长的核心来源：据公司近期公告，白石湖露天矿核增1700万吨/年产能（由1800万吨/年增加到3500万吨/年），马朗一号煤矿产能由500万吨/年新增至1000万吨/年获得核准批复、采用露井联采的方式，东部矿区2000万吨/年产能争取在“十四五”期间有贡献。

广汇能源贸易煤和原煤销量（万吨）



广汇能源业务经营情况



广汇能源各大业务营收情况

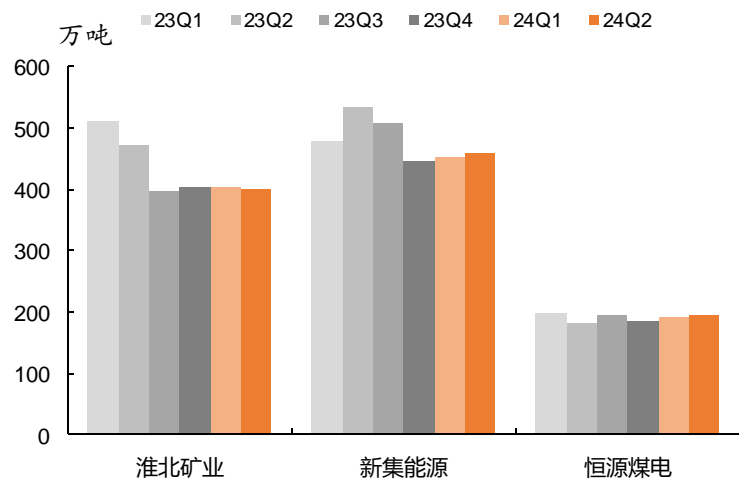
广汇能源	23H1	2023	24H1	yoy
煤炭平均售价 (元/吨)	447.5	475.1	455.4	1.8%
煤炭销售成本 (元/吨)		310.3	336.0	
煤炭单吨毛利 (元/吨)		164.8	119.4	
煤炭产量 (万吨)	1399.8	2637.1	1150.9	-17.8%
原煤	1188.1	2231.3	976.7	-17.8%
提质煤	211.7	405.8	174.2	-17.7%
煤炭销量 (万吨)	1614.0	3099.5	1571.0	-2.7%
原煤	1381.1	2588.3	1338.1	-3.1%
提质煤	232.9	511.2	232.9	0.0%
总营业收入 (亿元)	350.9	614.8	172.5	-50.8%
煤炭销售收入	72.2	147.3	71.5	-0.9%
煤化工销售收入	60.0	76.6	28.5	-52.5%
天然气销售收入	217.0	383.7	67.9	-68.7%
总营业成本 (亿元)	285.1	514.3	139.2	-51.2%
煤炭销售成本		96.2	52.8	
煤化工销售成本		58.5	20.8	
天然气销售成本		352.5	61.2	
销售毛利率	18.8%	16.3%	19.3%	0.6pct
煤炭业务毛利率		34.7%	26.2%	
煤化工业务毛利率		23.7%	27.1%	
天然气毛利率		8.1%	9.8%	
销售期间费用率	3.0%	3.4%	6.5%	3.5pct
销售净利率	11.5%	8.0%	8.1%	-3.4pct
归母净利润 (亿元)	41.22	51.7	14.55	-64.7%
资产负债率	52.8%	51.6%	54.3%	1.5pct
有息负债率	35.6%	35.1%	37.8%	2.2pct

资料来源：ifind，公司公告，平安证券研究所

## 2.5安徽煤企对比分析：新集能源布局煤电一体化，业绩韧性显现

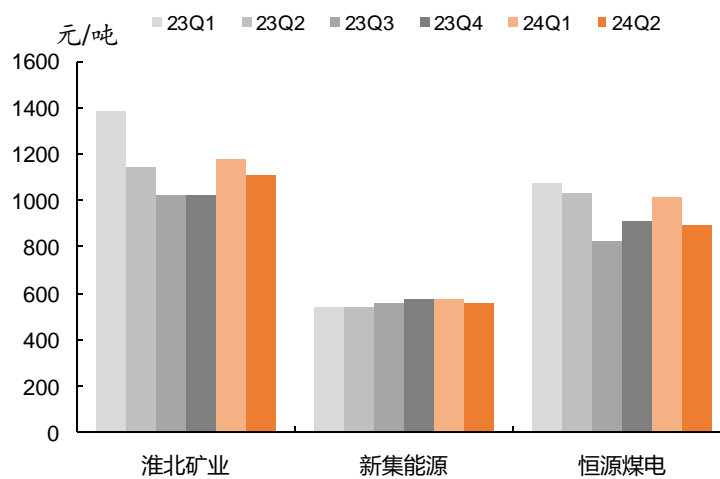
■ 安徽主要上市煤企中，淮北矿业以经营炼焦煤为主，恒源煤电和新集能源以生产动力煤为主，24H1三家煤企总销量同比下降11.5%，煤炭业务总营收同比下降17.7%。其中，新集能源年长协比例高、煤电一体化程度深、煤价韧性相对强，上半年受销量减少影响，煤炭业务收入有所下降，但公司新建电厂项目的投产带动电力业务收入增长，整体业绩仅小幅下降；恒源煤电煤炭产销量同比小幅增加，煤价下降导致公司煤炭业务营收小幅收窄；淮北矿业因焦煤下游焦炭和钢材需求疲软，量减价跌导致业绩短期承压。

◆ 安徽主要上市煤企煤炭销量 (万吨)



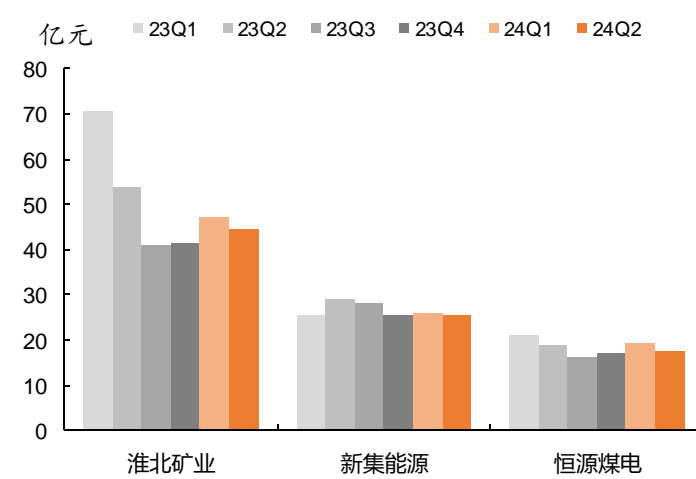
销量	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
淮北矿业	-21.1%	-15.0%	-0.5%	-18.2%
新集能源	-5.4%	-14.5%	1.2%	-10.2%
恒源煤电	-2.7%	7.8%	2.5%	2.4%

◆ 安徽主要上市煤企煤炭销售均价



销售均价	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
淮北矿业	-15.2%	-2.6%	-5.5%	-9.8%
新集能源	7.3%	1.9%	-3.7%	4.5%
恒源煤电	-5.2%	-13.1%	-12.2%	-9.2%

◆ 安徽主要上市煤企煤炭业务营收



煤炭营业收入	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
淮北矿业	-33.1%	-17.2%	-5.9%	-26.2%
新集能源	1.5%	-12.9%	-2.5%	-6.2%
恒源煤电	-7.8%	-6.8%	-10.0%	-7.1%



## 2.5 安徽主要上市煤企经营情况

### ◆ 淮北矿业经营情况

淮北矿业	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价 (元/吨)	1269.3	1144.3	-9.8%
煤炭销售成本 (元/吨)	670.4	564.9	-15.7%
煤炭单吨毛利 (元/吨)	598.9	579.4	-3.3%
煤炭产量 (万吨)	1132.6	1032.3	-8.9%
煤炭销量 (万吨)	981.7	803.3	-18.2%
<b>总营业收入 (亿元)</b>	<b>374.1</b>	<b>373.2</b>	<b>-0.2%</b>
煤炭销售收入	124.6	91.9	-26.2%
煤化工销售收入	56.5	48.2	-14.7%
商品贸易收入	216.9	178.2	-17.9%
<b>总营业成本 (亿元)</b>	<b>294.3</b>	<b>305.4</b>	<b>3.8%</b>
煤炭销售成本	65.8	45.4	-31.1%
煤化工销售成本	61.1	35.5	-41.9%
商品贸易成本	214.0	175.9	-17.8%
<b>销售毛利率</b>	<b>21.1%</b>	<b>18.0%</b>	<b>-3.1pct</b>
<b>煤炭业务毛利率</b>	<b>47.2%</b>	<b>50.6%</b>	<b>3.5pct</b>
煤化工毛利率	-8.2%	26.3%	34.5pct
商品贸易毛利率	1.4%	1.3%	-0.1pct
销售期间费用率	9.4%	8.5%	-0.9pct
<b>销售净利率</b>	<b>9.3%</b>	<b>7.4%</b>	<b>-1.9pct</b>
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>35.9</b>	<b>29.4</b>	<b>-18.2%</b>
资产负债率	54.1%	49.2%	-5.0pct
有息负债率	18.3%	11.2%	-7.2pct

### ◆ 恒源煤电经营情况

恒源煤电	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价 (元/吨)	1051.4	954.5	-9.2%
煤炭销售成本 (元/吨)	545.0	558.1	2.4%
煤炭单吨毛利 (元/吨)	506.3	396.4	-21.7%
商品煤产量 (万吨)	359.6	384.8	7.0%
商品煤销量 (万吨)	379.2	388.2	2.4%
<b>总营业收入 (亿元)</b>	<b>42.4</b>	<b>38.9</b>	<b>-8.1%</b>
煤炭销售收入	39.9	37.1	-7.1%
<b>总营业成本 (亿元)</b>	<b>21.7</b>	<b>22.6</b>	<b>3.9%</b>
煤炭销售成本	20.7	21.7	4.8%
<b>销售毛利率</b>	<b>48.7%</b>	<b>42.0%</b>	<b>-6.7pct</b>
<b>煤炭业务毛利率</b>	<b>48.2%</b>	<b>41.5%</b>	<b>-6.6pct</b>
销售期间费用率	14.9%	16.5%	1.6pct
<b>销售净利率</b>	<b>26.4%</b>	<b>19.5%</b>	<b>-6.9pct</b>
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>11.2</b>	<b>7.6</b>	<b>-32.2%</b>
资产负债率	42.4%	40.0%	-2.3pct
有息负债率	9.6%	9.3%	-0.2pct

### ◆ 新集能源经营情况

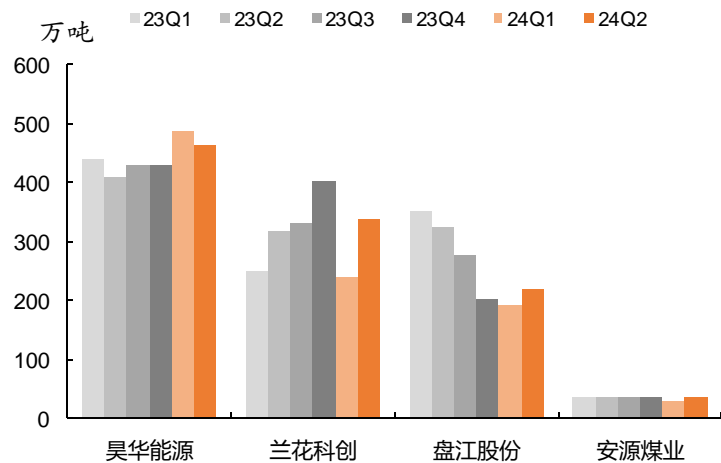
新集能源	2023H1	2024H1	yoy
煤炭对外售价 (元/吨)	537.9	564.3	4.9%
煤炭平均售价 (元/吨)	539.7	564.2	4.5%
煤炭销售成本 (元/吨)	330.0	339.0	2.7%
吨自产煤利润 (元/吨)	209.7	225.2	7.4%
商品煤产量 (万吨)	983.4	936.0	-4.8%
商品煤销量 (万吨)	1014.2	910.4	-10.2%
对外销售量	827.7	712.0	-14.0%
火电发电量 (亿千瓦时)	41.0	46.1	12.4%
火电售电量 (亿千瓦时)	38.6	43.5	12.7%
平均上网电价 (元/兆瓦时)	406.3	411.5	1.3%
发电分部耗煤总量 (万吨)	119.7	134.6	12.4%
发电耗煤占公司煤炭产量比	12.2%	14.4%	
燃煤电厂单位售电成本 (元/兆瓦时)		322.8	
燃煤电厂单位毛利润 (元/兆瓦时)		88.7	
<b>总营业收入 (亿元)</b>	<b>62.6</b>	<b>59.9</b>	<b>-4.4%</b>
煤炭主营销售收入	54.7	51.4	-6.2%
煤炭对外销售收入	44.5	40.2	-9.8%
发电业务收入	15.7	17.9	14.1%
<b>总营业成本 (亿元)</b>	<b>37.6</b>	<b>34.9</b>	<b>-7.1%</b>
煤炭主营销售成本	33.5	30.9	-7.8%
发电业务成本		14.1	
<b>销售毛利率</b>	<b>40.0%</b>	<b>41.7%</b>	<b>4.2%</b>
<b>煤炭业务毛利率</b>	<b>24.8%</b>	<b>23.2%</b>	<b>-6.6%</b>
发电业务毛利率		21.6%	
销售期间费用率	9.1%	10.6%	1.5pct
<b>销售净利率</b>	<b>22.3%</b>	<b>21.6%</b>	<b>-0.7pct</b>
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>13.1</b>	<b>11.8</b>	<b>-10.1%</b>
资产负债率	59.5%	60.0%	0.6pct
有息负债率	38.0%	41.1%	3.1pct

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：假设新集能源单度电耗煤量为292g（参考国电电力2024年中报披露数据）

## 2.6 其他中小型煤企对比分析：昊华能源量增价稳，业绩逆势增长

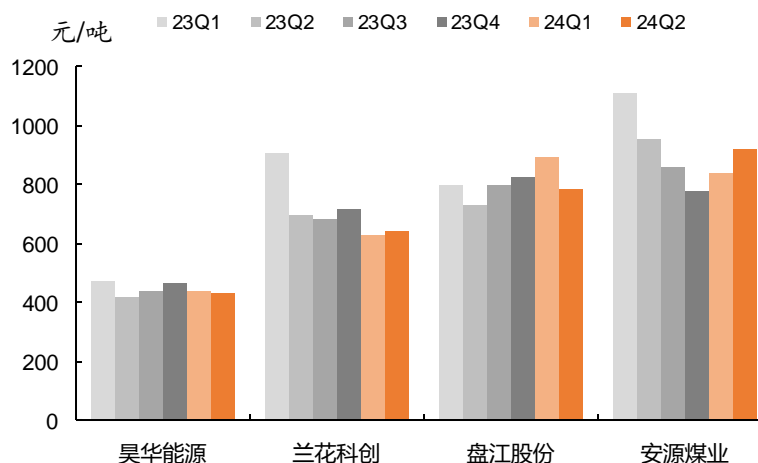
■ 其他中小型上市煤企（昊华能源/兰花科创/甘肃能化/盘江股份/安源煤业）煤矿项目分布于内蒙、宁夏、山西、甘肃、贵州、江西等地，昊华能源和甘肃能化主产动力煤，盘江股份主产炼焦煤，兰花科创主产无烟煤，安源煤业产焦煤和动煤。24H1上述煤企煤炭销量合计同比下降3.7%，煤炭业务营收同比下降13.4%，其中昊华能源、甘肃能化和兰花科创24H1销量同比增加，昊华能源主要受益于红墩子煤业红二矿进入联合试运转提高产销量，此外，24Q2兰花科创、盘江股份、安源煤业煤炭产销环比回升明显。煤价端，昊华能源动煤长协占比高、价格相对稳定；甘肃能化布局有电力业务，盘江股份也积极建设燃煤电机，煤电一体化发展提高煤价稳定性的优势逐步显

其他中小型上市煤企煤炭销量 (万吨)



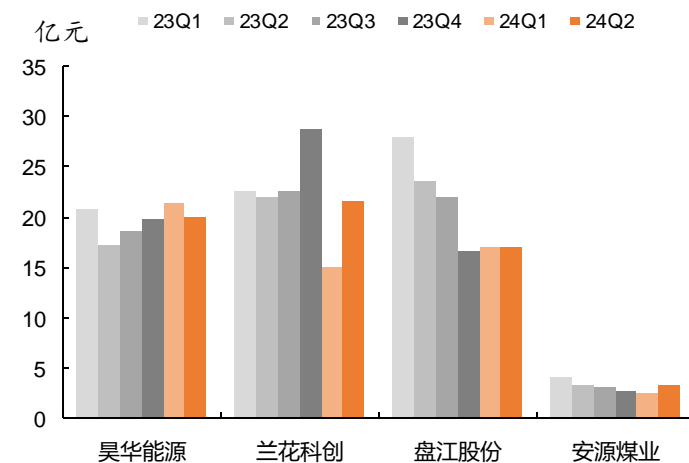
销量	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
昊华能源	10.9%	13.2%	-5.3%	12.0%
兰花科创	-4.5%	6.5%	41.7%	1.7%
甘肃能化			5.7%	6.3%
盘江股份	-45.7%	-33.0%	14.3%	-39.6%
安源煤业	-18.2%	6.8%	21.2%	-6.1%

其他中小型上市煤企煤炭销售均价



销售均价	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
昊华能源	-7.0%	2.9%	-1.3%	-2.6%
兰花科创	-30.3%	-8.0%	1.5%	-19.2%
甘肃能化				-9.1%
盘江股份	12.1%	7.7%	-12.4%	9.3%
安源煤业	-24.3%	-3.7%	9.7%	-14.6%

其他中小型上市煤企煤炭业务营收



煤炭营业收入	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
昊华能源	3.1%	16.4%	-7.0%	9.1%
兰花科创	-33.4%	-2.0%	43.8%	-17.9%
甘肃能化				-3.4%
盘江股份	-39.1%	-27.9%	0.2%	-34.0%
安源煤业	-38.0%	2.9%	33.0%	-19.8%

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

## 2.6其他中小型煤企经营情况

盘江股份	23H1	24H1	yoy	甘肃能化	23H1	24H1	yoy	兰花科创	23H1	24H1	yoy	安源煤业	23H1	24H1	yoy	昊华能源	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价(元/吨)	764.2	835.4	9.3%	煤炭平均售价(元/吨)	550.6	500.6	-9.1%	煤炭平均售价(元/吨)	788.8	637.0	-19.2%	煤炭平均售价(元/吨)	1036.9	885.4	-14.6%	煤炭平均售价(元/吨)	447.9	436.4	-2.6%
煤炭销售成本(元/吨)	538.4	644.1	19.6%	煤炭销售成本(元/吨)	271.8	294.0	8.2%	煤炭销售成本(元/吨)	305.2	354.4	16.1%	煤炭销售成本(元/吨)	776.9	847.6	9.1%	煤炭销售成本(元/吨)	195.3	195.4	0.1%
煤炭单吨毛利(元/吨)	225.8	191.4	-15.3%	煤炭单吨毛利(元/吨)	278.8	206.6	-25.9%	煤炭单吨毛利(元/吨)	483.6	282.5	-41.6%	煤炭单吨毛利(元/吨)	260.0	37.8	-85.5%	煤炭单吨毛利(元/吨)	252.6	240.9	-4.6%
上网电价(元/兆瓦时)	379.2	367.7	-3.0%	上网电价(元/兆瓦时)	375.4	410.5	9.3%	煤炭产量(万吨)	645.3	705.6	9.3%	原煤产量(万吨)	86.5	85.5	-1.1%	煤炭产量(万吨)	851.1	950.2	11.6%
商品煤产量(万吨)	640.0	447.1	-30.1%	煤炭销量(万吨)	806.4	857.2	6.3%	煤炭销量(万吨)	566.5	575.9	1.7%	商品煤销量(万吨)	71.5	67.1	-6.1%	煤炭销量(万吨)	848.5	950.2	12.0%
商品煤销量(万吨)	674.3	407.4	-39.6%	发电量(亿度)	20.2	18.1	-10.7%	总营业收入(亿元)	64.7	54.8	-15.3%	总营业收入(亿元)	32.6	26.6	-18.4%	总营业收入(亿元)	41.5	47.4	14.2%
发电量(亿度)	0.2	14.9	6689.9%	总营业收入(亿元)	57.55	56.3	-2.3%	煤炭销售收入	44.7	36.7	-17.9%	煤炭销售收入	38.0	41.5	9.1%	煤炭销售收入	38.0	41.5	9.1%
总营业收入(亿元)	53.0	40.5	-23.6%	煤炭销售收入	44.4	42.9	-3.4%	尿素销售收入	11.3	9.6	-14.9%	甲醇销售收入	4.0	4.6	14.5%	甲醇销售收入	4.0	4.6	14.5%
煤炭销售收入	51.5	34.0	-34.0%	电力业务收入	7.6	7.4	-2.4%	己内酰胺收入	5.0	6.5	29.3%	铁路专用线收入	0.7	0.8	8.6%	铁路专用线收入	0.7	0.8	8.6%
电力业务收入		5.2		总营业成本(亿元)	34.4	37.3	8.4%	总营业成本(亿元)	36.7	37.3	1.4%	总营业成本(亿元)	20.2	23.3	15.4%	总营业成本(亿元)	20.2	23.3	15.4%
总营业成本(亿元)	36.9	29.8	-19.2%	煤炭销售成本	21.9	25.2	15.0%	煤炭销售成本	17.3	20.4	18.1%	自产煤销售收入	7.4	5.9	-19.8%	煤炭销售成本	16.6	18.6	12.1%
煤炭销售成本	36.3	26.2	-27.7%	电力业务成本	7.5	7.0	-6.8%	尿素销售成本	9.9	7.5	-23.9%	贸易煤销售收入	22.0	17.8	-19.2%	甲醇销售成本	4.9	4.7	-3.4%
电力业务成本		3.3		销售毛利率	40.3%	33.8%	-6.5pct	己内酰胺成本	5.7	6.7	17.6%	贸易煤销售成本	21.5	17.4	-19.1%	铁路专用线成本	0.2	0.2	-2.0%
销售毛利率	30.3%	26.3%	-4.0pct	煤炭业务毛利率	50.6%	41.3%	-9.4pct	销售毛利率	43.2%	32.0%	-11.2pct	总营业成本(亿元)	29.6	25.4	-14.3%	销售毛利率	51.3%	50.7%	-0.5pct
煤炭业务毛利率	29.6%	22.9%	-6.6pct	电力业务毛利率	1.6%	6.0%	4.5pct	煤炭业务毛利率	61.3%	44.4%	-17.0pct	自产煤销售成本	5.6	5.7	2.4%	煤炭业务毛利率	56.4%	55.2%	-1.2pct
电力业务毛利率		36.4%		销售期间费用率	11.2%	12.5%	1.3pct	尿素产品毛利率	12.2%	21.5%	9.2pct	贸易煤销售成本	21.5	17.4	-19.1%	甲醇毛利率	-22.2%	-3.2%	19.1pct
销售期间费用率	13.9%	22.9%	9.0pct	销售净利率	22.3%	16.0%	-6.3pct	己内酰胺毛利率	-13.2%	-3.0%	10.2pct	自产煤毛利率	25.1%	4.3%	-20.8pct	铁路专用线毛利率	67.2%	70.4%	3.2pct
销售净利率	12.48%	1.56%	-10.9pct	归母净利润(亿元)	12.8	9.0	-29.9%	销售期间费用率	11.4%	12.0%	0.6pct	贸易煤毛利率	2.4%	2.3%	-0.1pct	销售期间费用率	12.5%	11.3%	-1.2pct
归母净利润(亿元)	6.19	0.37	-94.0%	资产负债率	48.4%	44.5%	-3.9pct	销售净利率	22.0%	8.9%	-13.0pct	销售期间费用率	6.6%	7.2%	0.6pct	销售净利率	25.6%	26.3%	0.7pct
资产负债率	60.78%	69.65%	8.9pct	有息负债率	19.7%	21.4%	1.7pct	归母净利润(亿元)	13.6	5.5	-59.5%	销售净利率	1.7%	-3.9%	-5.7pct	销售净利率	25.6%	26.3%	0.7pct
有息负债率	25.27%	40.70%	15.4pct					归母净利润(亿元)	13.6	5.5	-59.5%	归母净利润(亿元)	0.5	-1.1	-301.9%	归母净利润(亿元)	7.1	8.6	21.3%
								资产负债率	50.5%	48.9%	-1.6pct	归母净利润(亿元)	0.5	-1.1	-301.9%	归母净利润(亿元)	7.1	8.6	21.3%
								有息负债率	28.4%	28.6%	0.2pct	资产负债率	94.1%	96.1%	2.1pct	资产负债率	52.4%	48.7%	-3.7pct
												有息负债率	52.9%	57.5%	4.7pct	有息负债率	28.1%	26.0%	-2.0pct

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

# CONTENT

## 目录



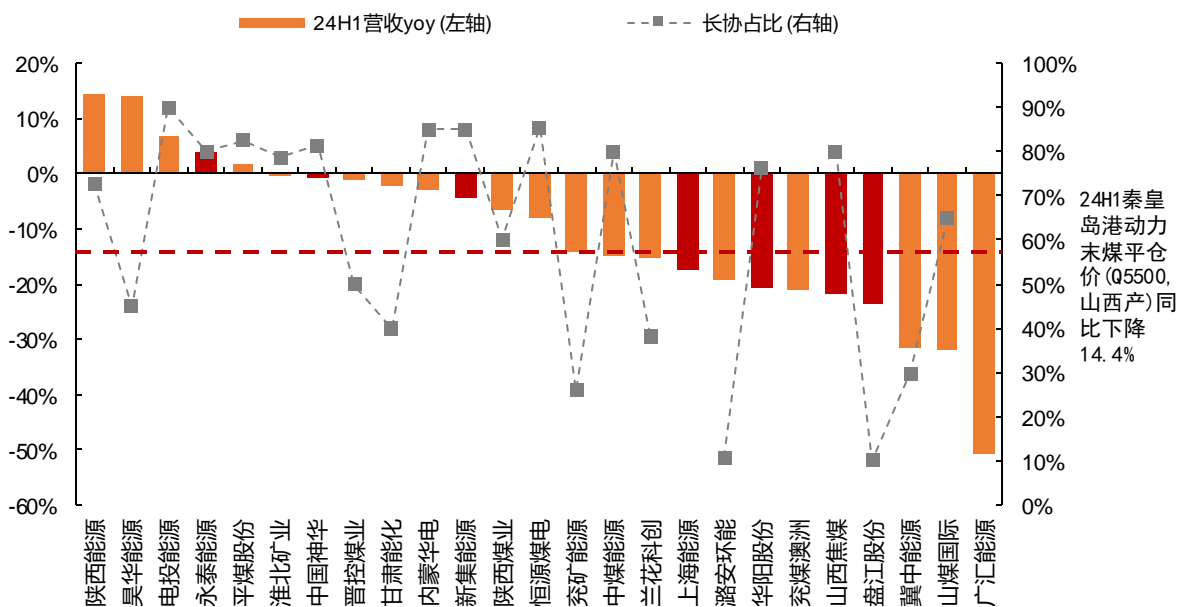
- ① 一、煤炭市场复盘：动焦双弱，支撑渐显
  - 1.1动力煤基本面：夏季耗煤偏弱，等待迎峰度冬
  - 1.2炼焦煤基本面：钢材需求疲软，焦煤库存低位
- ② 二、煤企业经营情况分析：整体承压，韧性分化
  - 2.1领先煤企：中国神华、陕西煤业业绩更具韧性
  - 2.2山西煤企：晋控煤业煤炭量价稳定，业绩持稳
  - 2.3豫冀煤企：平煤股份提高精煤占比对冲煤价下行
  - 2.4安徽煤企：新集能源深化煤电一体化，韧性凸显
  - 2.5新建煤企：广汇能源煤炭业务持稳，未来量增可期
  - 2.6其他中小煤企：昊华能源量增价稳，业绩逆势增长
- ③ 三、煤电一体化优势：稳量价，熨平利润波动
  - 3.1煤电一体化利于熨平煤价波动对利润影响
  - 3.2代表性煤企一体化布局模式异同对比分析
- ④ 四、投资建议与风险提示



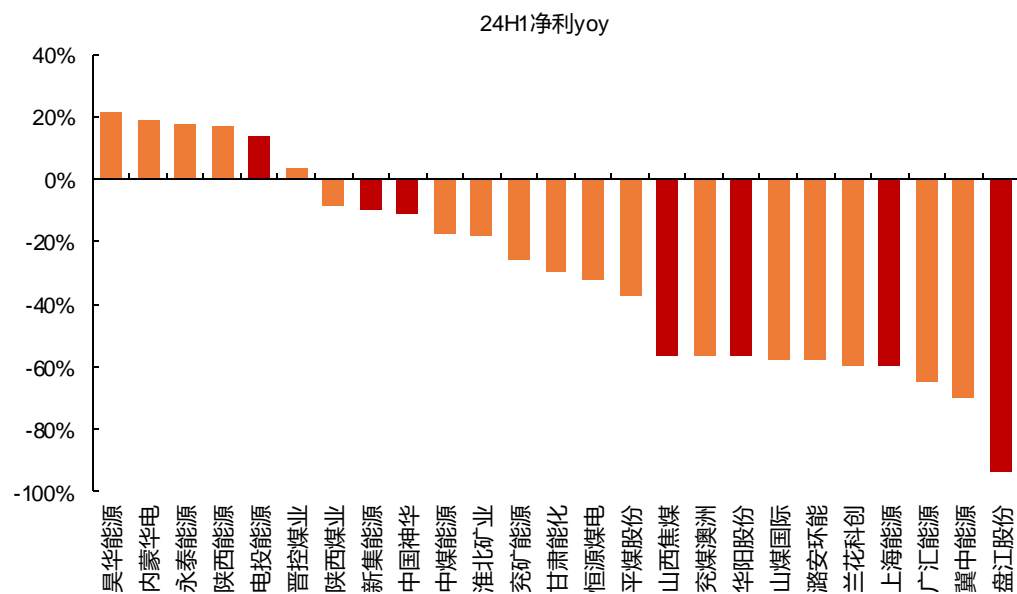
# 上下游一体化发展和高长协比例的煤企业绩更具韧性

■ 除山西煤企因2024年上半年全省查三超，相关企业部分煤矿减停产使产销量也有所下降，导致业绩降幅相对较大外，整体来看，**陕西煤业、新集能源、中国神华、中煤能源、淮北矿业**等长协比例相对高的煤企在煤价下行期间的业绩降幅较小，粘性更大；同时，**中国神华、新集能源**等以煤炭开采业务起家，布局煤电一体化相对成熟，建设有中大型燃煤机组的煤企，通过一体化经营熨平了部分煤价下跌带来的利润损失，业绩韧性凸显；此外，**陕西能源、永泰能源、电投能源、内蒙华电**等以电力业务为主，收购煤矿企业保障部分原料自给的企业，在煤价下行期中，因电价下降滞后于煤价且降幅相对小，整体业绩同比变化排名靠前。

我国主要上市煤企2024H1营收同比增速和长协占比



我国主要上市煤企2024H1归母净利润同比增速



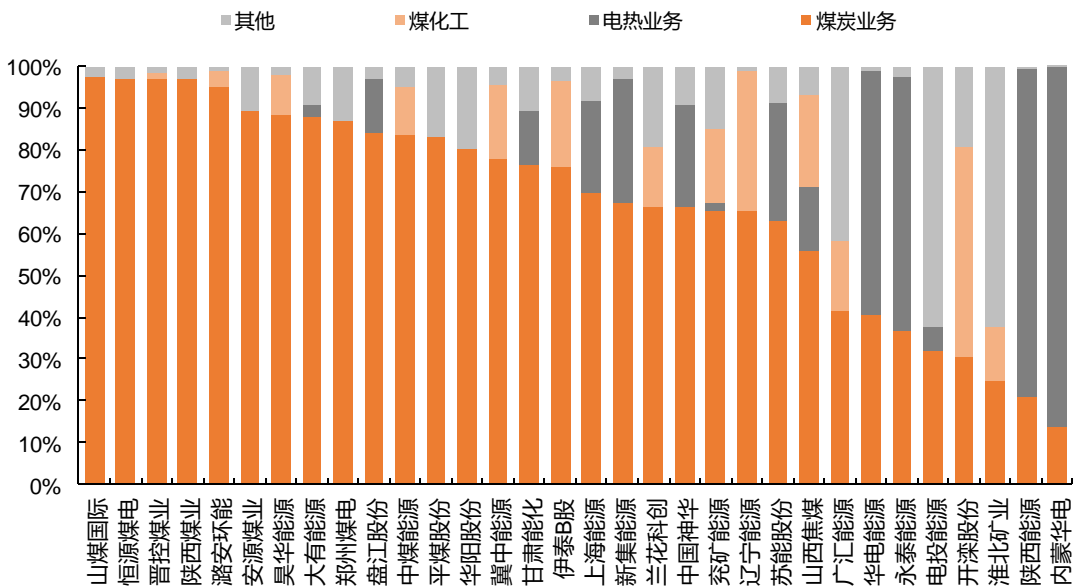
资料来源：wind，平安证券研究所，注：深红色柱形表示发展煤电一体化的企业



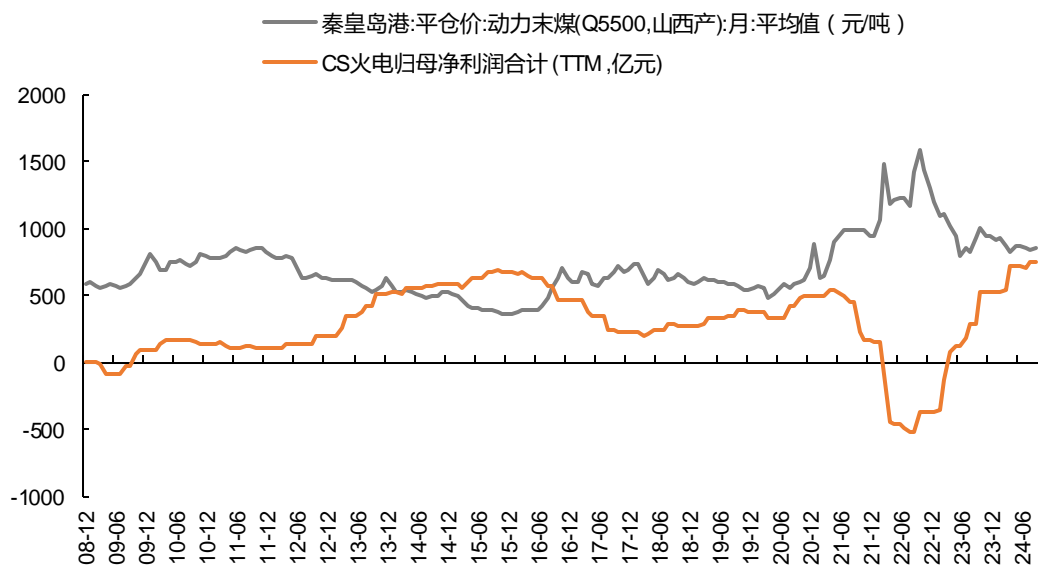
## 煤电一体化布局有助于熨平煤价波动对利润的影响

■ 从煤企各业务占比结构可见，大部分煤企布局有电力、供热、煤化工等业务，进行煤电化产业链上下游一体化发展。其中，火电-燃煤发电中的燃料成本占比高，因此火电成本对煤价波动具有较高敏感性，煤炭和火电业务的利润存在较高关联的互补性，且因电价较煤价调整具有一定滞后性同时可调整幅度相对小，因此存在“煤电顶牛”的问题（即市场煤价和计划电价间的利益冲突，煤价波动造成的煤企和电力企业利润跷跷板式震荡），从动力煤市场价和CS火电板块归母净利润走势可见，两者呈现较为明显的负相关性。煤电一体化发展企业可向自有电厂供给内部煤炭，保障高比例长协煤的兑现，从而熨平煤价波动过程中公司电力业务和煤炭业务的利润，化解“煤电顶牛”的价格矛盾和利益冲突，实现煤电业务的双赢。

◆ 煤企各业务占比结构



◆ 市场煤价和火电板块利润呈较高负相关走势

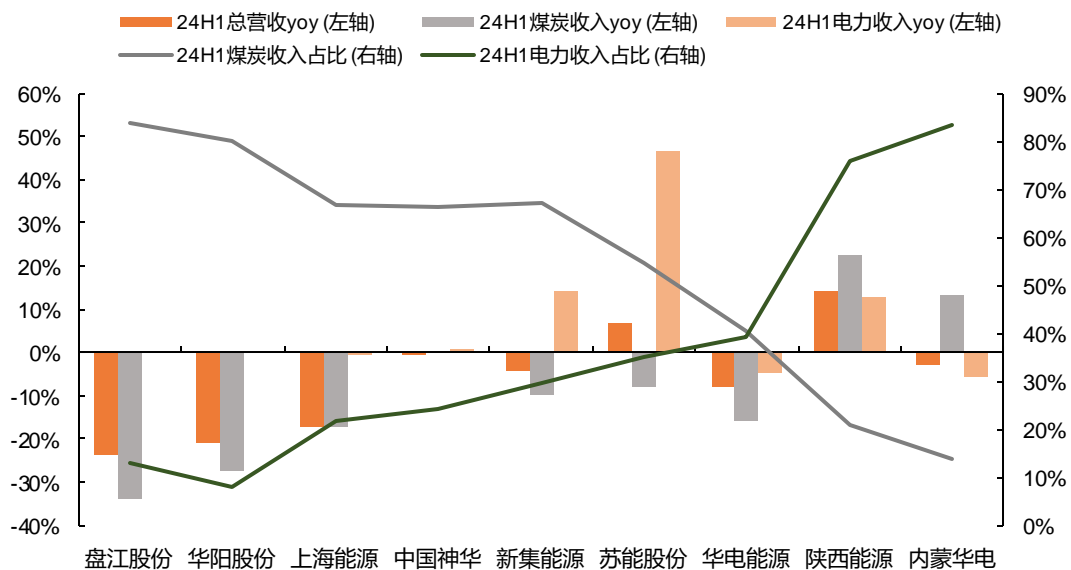




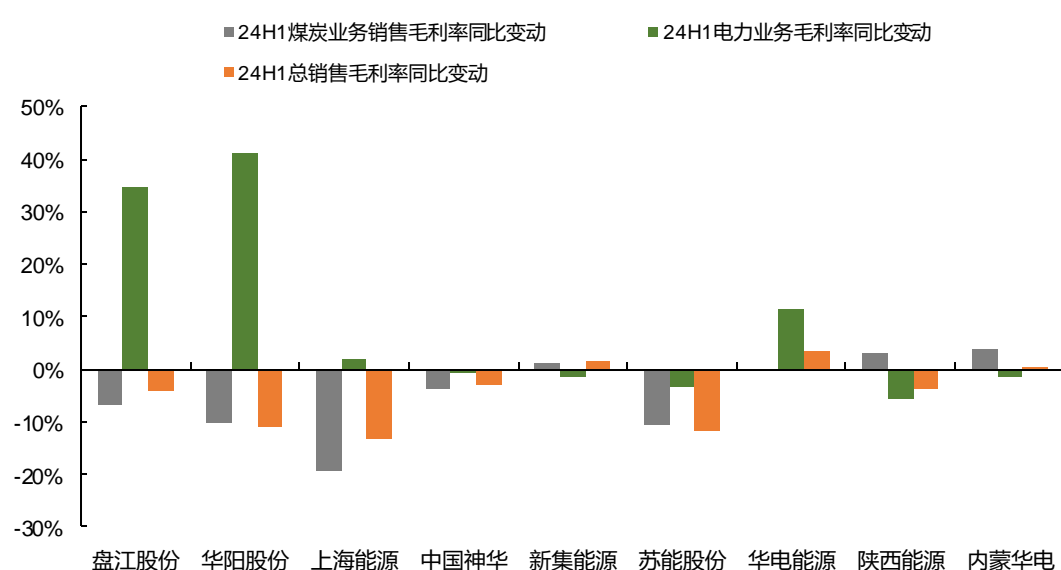
## 煤电一体化布局有助于熨平煤价波动对利润的影响

■ 上市企业中，以煤炭开采业务起家，通过收购或新建电厂发展煤电一体化的代表性企业主要有中国神华、新集能源、上海能源等，其中新集能源24H1电力业务营收实现了显著增长，此外，盘江股份、华阳股份等主营煤炭的企业也开始布局电力业务；以电力业务起家，外购煤矿或煤企保障部分煤炭原料自给的企业主要有陕西能源、华电能源、内蒙华电、苏能股份等。从各代表性企业相关业务收入和毛利率可见，深入煤电一体化布局的企业业绩更具稳定性，当煤价下跌时，电力业务毛利的提升可以减少部分煤炭业务的利润损失。

### 煤电一体化代表企业煤炭和电力业务营收变动



### 煤电一体化代表企业煤炭和电力业务毛利率变动



资料来源：ifind，各公司公告，平安证券研究所，注：新集能源和华电能源24H1电力业务毛利率变动为较2023年的变化百分比（公司未披露23H1相应毛利率）



# 中国神华和中煤能源一体化布局差异对业绩韧性的影响分析

- 一体化经营差异：中国神华深化“煤炭-发电-运输-煤化工(少量)”一体化布局，中煤能源则以“煤炭-煤化工”联动运营。
- 从今年上半年经营情况来看，中国神华电力分部营收小幅正增，运输分部合并前的营收正增长，合并抵销后煤炭业务营收转正，总营收基本同比持稳；中煤能源煤化工和煤炭业务量价均有所下滑，整体营收下降约15%。

## 中煤能源煤炭-煤化工业务情况

中煤能源	23H1	24H1	yoy
总营业收入-亿元	1094	930	-15.0%
合并抵销前总营收-亿元	1161	990	-14.7%
总营业成本-亿元	826	688	-16.7%
合并抵销前总营业成本-亿元	893	748	-16.3%
(一) 煤炭业务-扣除分部间交易前-亿元	935	778	-16.8%
煤炭业务-扣除分部间交易后-亿元	887	737	-16.9%
煤炭业务-营业成本-亿元	710	579	-18.4%
煤炭业务-毛利率	24.1%	25.5%	1.4pct
分部间自用商品煤量-百万吨	9.2	8.6	-5.9%
(二) 煤化工业务收入-亿元 (扣除分部间交易前)	112	108	-3.5%
煤化工业务收入-亿元 (扣除分部间交易后)	107	103	-3.6%
煤化工业务-营业成本-亿元	94	86	-7.8%
煤化工业务-毛利率	16.7%	20.4%	3.7pct
煤化工销量-万吨	321	308	-4.0%
聚烯烃	75	76	1.5%
尿素	120	118	-1.3%
甲醇	97.1	86	-11.5%
硝铵	94	84	-10.6%
其中：分部内自用	29.2	28	-3.8%
煤化工销售价格-元/吨			
一、聚烯烃	6903	6955	0.8%
1.聚乙烯	7156	7287	1.8%
2.聚丙烯	6640	6600	-0.6%
二、尿素	2484	2167	-12.8%
三、甲醇	1770	1773	0.2%
四、硝铵	2414	2178	-9.8%
煤化工销售毛利-元/吨			
一、聚烯烃	848	1089	28.4%
1.聚乙烯	1116	1411	26.4%
2.聚丙烯	570	745	30.7%
二、尿素	796	697	-12.4%
三、甲醇	-203	68	-133.5%

## 中国神华煤炭-发电-运输-煤化工一体化业务情况

中国神华	23H1	24H1	yoy
总营业收入-亿元	1694	1681	-0.8%
合并抵销前总营收-亿元	2104	2096	-0.4%
总营业成本-亿元	1087	1128	3.8%
合并抵销前总营业成本-亿元	1497	1542	3.0%
(一) 煤炭业务营收-亿元	1110	1112	0.2%
合并抵销前煤炭分部收入	1352	1343	-0.7%
合并抵销前煤炭分部营业成本	922	963	4.4%
煤炭分部业务-毛利率	31.8%	28.3%	-3.5pct
(二) 发电业务营收(合并后)-亿元	408	412	1.0%
合并抵销前发电分部收入	442	444	0.4%
燃煤发电售电收入	397	400	0.8%
合并抵销前发电分部营业成本	368	373	1.4%
燃煤发电售电成本	336	344	2.3%
发电分部业务-毛利率	16.8%	16.0%	-0.8pct
发电部营运数据：(十亿千瓦时)			
发电机组总装机容量(兆瓦)		44822	
1.总发电量	100.2	104.04	3.8%
燃煤发电	98.25	101.8	3.6%
2.总售电量	94.26	97.89	3.9%
燃煤发电	92.35	95.69	3.6%
发电分部总耗煤量-百万吨	44.1	45.3	2.7%
发电部耗用集团煤炭-百万吨	33.8	34.2	1.2%
单度电耗煤量(g/度)	448.9	445.0	-0.9%
燃煤发电售电价(元/兆瓦时)	416	403	-3.1%
燃煤单位售电成本(元/兆瓦时)	364	359	-1.3%
(三) 运输业务营收(合并后)	77	70	-8.4%
合并抵销前运输分部营收	280	284	1.4%
铁路分部收入	221	224	1.4%
港口分部收入	33	34	4.7%
航运分部收入	26	25	-3.5%
合并抵销前运输分部成本	179	182	1.7%
铁路分部成本	137	140	2.1%
港口分部成本	18	19	6.4%
航运分部成本	23	22	-4.3%
铁路分部-毛利率	37.9%	37.5%	-0.4pct
港口分部-毛利率	45.1%	44.2%	-0.9pct
航运分部-毛利率	9.0%	9.8%	+0.8pct
铁路单位运输成本-元/吨公里	0.084	0.085	1.2%
航运单位运输成本-元/吨海里	0.030	0.030	同比持平
(四) 煤化工营收(合并后)	27	23	-16.6%
集团合并抵销前分部营收	30	25	-15.5%
集团合并抵销前分部成本	28	24	-15.2%
煤化工分部业务-毛利率	7.2	6.9	-0.3pct
聚乙烯销量-万吨	18.1	14.8	-18.3%
聚乙烯价格-元/吨	6456	6585	2.0%
聚丙烯销量-万吨	17.0	13.9	-18.2%
聚丙烯价格-元/吨	5931	5863	-1.1%





# 中国神华和中煤能源资本开支规划的对比分析

- 从资本开支来看，中国神华加大了煤炭和煤化工业务资本开支，并加快煤矿相关项目投入进程，24H1公司煤炭业务资本开支完成率达全年计划的68.2%，但发电、运输业务24H1资本开支金额和完成率相对低，上半年整体资本支出力度同比有所下降。煤炭业务方面，主要是新街台格庙矿区新街一井、二井各800万吨/年较大规模煤矿项目建设所需，根据最新发布公告，新街一井总投资133.48亿元（不含矿业权费用），其中资本金40.68亿元，占总投资的30.5%，新街二井项目总投资131.63亿元（不含矿业权费用），其中资本金40.25亿元，项目均已取得核准批复。
- 24H1中煤能源整体资本开支完成率约为33%，公司主要加大了煤化工业务投入力度，主要是榆林煤炭深加工基地项目总投资238.88亿元（截至2023年底累计完成投资10.36亿元），产能规模90万吨/年聚烯烃处于建设阶段，2024年6月，1套EVA和3套聚烯烃装置已正式开工建设；减少煤炭生产和贸易资本开支，里必煤矿（产能4百万吨/年，总投资94.95亿元，24H1新增金额约3.2亿元、累计投入39.7亿元，工程进度43.93%）和苇子沟煤矿（产能2.4百万吨/年，总投资39.85亿元，24H1新增金额约1.0亿元、累计投入24.1亿元，工程进度60.47%）项目均计划2025年投产。

## 中国神华资本开支计划完成情况

中国神华	23H1完成 (亿元)	2023年完成 (亿元)	2023年计划 (亿元)	2023年 完成率	24H1完成 (亿元)	2024年计划 (亿元)	2024H1 完成率
合计	168.1	419.6	361.5	116.1%	124.8	368.0	33.9%
1.煤炭业务	93.2	188.7	73.8	255.8%	67.0	98.2	68.2%
2.发电业务	59.1	159.2	180.8	88.1%	40.9	171.8	23.8%
3.运输业务	15.4	69.3	95.6	72.5%	15.0	68.2	22.0%
铁路	13.6	63.3	82.8	76.4%	11.5	53.5	21.5%
港口	1.7	4.9	12.0	40.3%	1.9	12.5	15.0%
航运	0.1	1.2	0.7	158.1%	1.6	2.3	72.6%
4.煤化工业务	0.3	2.3	5.6	40.5%	1.8	23.6	7.7%
5.其他	0.1	0.1	5.7	1.6%	0.1	6.3	1.0%

## 中煤能源资本开支计划完成情况

中煤能源	23H1完成 (亿元)	2023年实际 完成 (亿元)	2023年计划 (亿元)	2023年 完成率	24H1完成 (亿元)	2024年计划 (亿元)	2024H1 完成率
合计	43.2	157.6	180.2	87.4%	52.8	160.1	33.0%
基本建设项目	26.6	65.0	118.3	54.9%	27.2	87.3	31.1%
股权投资	0.0	0.6	0.6	98.3%	2.8	2.5	115.5%
技术改造及更新 投资	16.6	92.0	61.3	150.2%	22.8	70.4	32.4%
分业务板块：							
1.煤炭生产贸易	33.4	116.1	104.6	111.1%	30.0	75.6	39.6%
2.煤化工	3.2	18.6	38.0	48.8%	14.4	48.8	29.4%
3.煤电	4.7	13.6	18.8	72.3%	3.9	14.2	27.2%
4.新能源	0.9	5.1	14.0	36.4%	3.2	16.8	18.9%
5.煤矿装备	1.0	4.1	4.7	87.3%	1.3	4.6	29.3%
6.其它	0.0	0.1	0.1	100.0%	0.1	0.2	30.0%



# 一体化布局相似企业中国神华和新集能源的对比分析

■ 中国神华和新集能源的一体化发展中均包含了煤+电的模式，两家企业在煤价下行期间业绩均表现出一定韧性。除深耕煤电一体化发展熨平煤价波动对利润的影响外，中国神华长期深入布局铁路、航运等多条煤炭运输线，对市场煤炭的供需情况更为敏感、产销和库存调整更为及时，上半年煤价下跌、市场需求相对下行的情况下外销量仍能保持小幅增加，整体业绩呈现出更强的粘性。新集能源在煤炭产销量上同比有所下降，但其煤价逆市增长，主因是煤质同比大幅提升；同时，新集的电力业务仍处于扩张期，在建的板集、上饶、滁州、六安电厂和新集一、二电厂全部开工建设，合计控股装机容量达798.4万千瓦，上半年发电量和售电量均实现增长，且因收到1500万元调峰服务费，平均上网电价同比小幅提高。

## 中国神华煤电业务一体化情况

中国神华	2023H1	2024H1	yoy
总营业收入 (亿元)	1694.4	1680.8	-0.8%
煤炭业务营业收入 (亿元, 集团合并抵销后)	1109.8	1111.7	0.2%
煤炭分部营业收入 (亿元, 集团合并抵销前)	1352.4	1343.3	-0.7%
商品煤销量 (百万吨)	217.9	229.7	5.4%
自产煤销量 (百万吨)	159.3	162.8	2.2%
煤炭分部销售收入 (亿元)	1309.9	1300.5	-0.7%
煤炭销售均价 (元/吨)	601.2	566.2	-5.8%
自产煤销售收入 (亿元)	891.8	867.1	-2.8%
自产煤单位售价 (元/吨)	559.8	532.6	-4.9%
自产煤销售成本 (亿元)	476.1	502.4	5.5%
自产煤单位生产成本 (元/吨)	188.0	191.7	2.0%
自产煤单位销售成本 (元/吨)	298.9	308.6	3.3%
自产煤单吨毛利润 (元/吨)	261.0	224.0	-14.2%
自产煤毛利率	46.6%	42.1%	-4.6pct
电力业务营业收入 (亿元, 集团合并抵销后)	407.7	411.6	1.0%
电力分部营业收入 (亿元, 集团合并抵销前)	441.9	443.5	0.4%
燃煤发电量 (十亿千瓦时)	98.3	101.8	3.6%
燃煤总售电量 (十亿千瓦时)	92.4	95.7	3.6%
燃煤发电销售收入 (亿元, 含售热)	397.2	400.2	0.8%
燃煤发电电度电价 (元/兆瓦时)	416.0	403.0	-3.1%
发电分部耗煤总量 (万吨)	44.1	45.3	2.7%
发电分部耗用本集团内部销售煤炭 (百万吨)	33.8	34.2	1.2%
发电分部耗用煤炭占集团煤炭总销量比例	15.5%	14.9%	-0.6pct
燃煤发电销售成本 (亿元, 含售热)	336.0	343.7	2.3%
燃煤电厂单位售电成本 (元/兆瓦时)	363.7	359.1	-1.5%
燃煤电厂单位毛利润 (元/兆瓦时)	52.3	43.9	-16.1%

## 新集能源煤电业务一体化情况

新集能源	2023H1	2024H1	yoy
总营业收入 (亿元)	62.6	59.9	-4.4%
煤炭业务营收 (亿元, 内部销售合并抵销后)	44.5	40.2	-9.7%
煤炭主营销售收入 (亿元, 内部销售合并抵销前)	54.7	51.4	-6.2%
商品煤产量 (百万吨)	9.8	9.4	-4.8%
商品煤销量 (百万吨)	10.1	9.1	-10.2%
煤炭销售均价 (元/吨)	417.1	441.5	5.8%
外销煤均价	539.7	564.2	4.5%
自产煤单位生产成本 (元/吨)	330.0	339.0	2.7%
自产煤单吨毛利润 (元/吨)	209.7	225.2	7.4%
电力业务收入 (亿元)	15.7	17.8	14.1%
火电发电量 (十亿千瓦时)	4.1	4.6	12.4%
火电上网电量 (十亿千瓦时)	3.86	4.35	12.7%
平均上网电价 (元/兆瓦时)	406.3	411.5	1.3%
发电分部耗煤总量 (百万吨)	1.21	1.36	12.2%
发电分部耗煤占公司煤炭销量的比例	11.9%	14.9%	+3.0pct
燃煤电厂单位售电成本 (元/兆瓦时)	未列示	322.8	--
燃煤电厂单位毛利润 (元/兆瓦时)	--	87.2	--

资料来源：公司公告，平安证券研究所，注：假设新集能源单度电耗煤量为292g（参考国电电力2024年中报披露数据）



# 其他煤电一体化企业经营情况

## ◆ 盘江股份煤电一体化情况

盘江股份	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价(元/吨)	764.2	835.4	9.3%
煤炭销售成本(元/吨)	538.4	644.1	19.6%
煤炭单吨毛利(元/吨)	225.8	191.4	-15.3%
上网电价(元/兆瓦时)	379.2	367.7	-3.0%
商品煤产量(万吨)	640.0	447.1	-30.1%
商品煤销量(万吨)	674.3	407.4	-39.6%
发电量(亿度)	0.2	14.9	6689.9%
<b>总营业收入(亿元)</b>	<b>53.0</b>	<b>40.5</b>	<b>-23.6%</b>
煤炭销售收入	51.5	34.0	-34.0%
电力业务收入		5.2	
<b>总营业成本(亿元)</b>	<b>36.9</b>	<b>29.8</b>	<b>-19.2%</b>
煤炭销售成本	36.3	26.2	-27.7%
电力业务成本		3.3	
<b>销售毛利率</b>	<b>30.3%</b>	<b>26.3%</b>	<b>-4.0pct</b>
煤炭业务毛利率	29.6%	22.9%	-6.6pct
电力业务毛利率		36.4%	36.4pct
销售期间费用率	13.9%	22.9%	9.0pct
<b>销售净利率</b>	<b>12.48%</b>	<b>1.56%</b>	<b>-10.9pct</b>
<b>归母净利润(亿元)</b>	<b>6.19</b>	<b>0.37</b>	<b>-94.0%</b>
资产负债率	60.78%	69.65%	8.9pct
有息负债率	25.27%	40.70%	15.4pct

## ◆ 华阳股份煤电一体化情况

华阳股份	23H1	24H1	yoy
煤炭综合售价	627.1	572.5	-8.7%
煤炭单位销售成本	323.3	354.0	9.5%
单吨煤毛利	303.8	218.4	-28.1%
上网电价(元/兆瓦时)	237.6	334.5	40.8%
煤炭产量	2376	1866	-21.5%
煤炭销量	2157	1710	-20.7%
洗块煤	216	180	-16.7%
洗末煤	1789	1390	-22.3%
供电产量-亿千瓦时	6.1	32.1	429.9%
供电销量-亿千瓦时	5.3	29.4	458.0%
供热销量-百万千焦	173.7	165.9	-4.5%
<b>总营业收入</b>	<b>154.1</b>	<b>122.0</b>	<b>-20.9%</b>
煤炭营业收入	135.3	97.9	-27.6%
电力业务营收	1.3	9.8	685.6%
<b>营业成本</b>	<b>153.5</b>	<b>121.6</b>	<b>-20.8%</b>
煤炭营业成本	69.7	60.5	-13.2%
电力营业成本	1.7	9.1	442.5%
<b>销售毛利率</b>	<b>43.0%</b>	<b>32.0%</b>	<b>-11.0pct</b>
煤炭业务毛利率	48.4%	38.1%	-10.3pct
电力业务毛利率	-33.6%	7.7%	41.3pct
销售期间费用率	6.6%	9.5%	2.9pct
<b>销售净利率</b>	<b>22.0%</b>	<b>11.6%</b>	<b>-10.3pct</b>
<b>归母净利润</b>	<b>30.1</b>	<b>13.0</b>	<b>-56.9%</b>
资产负债率	54.7%	53.7%	-1.0pct
有息负债率	28.0%	27.3%	-0.8pct

## ◆ 上海能源煤电一体化情况

上海能源	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价(元/吨)	1190.1	1120.2	-5.9%
煤炭销售成本(元/吨)	557.5	740.2	32.8%
煤炭单吨毛利(元/吨)	632.6	380.0	-39.9%
煤炭产量(万吨):			
商品煤	339.3	287.6	-15.2%
洗精煤	213.5	228.6	7.1%
商品煤销量(万吨)	328.7	289.2	-12.0%
外销	305.5	259.8	-15.0%
自用	23.1	29.4	27.0%
火电装机容量(MW)		820.0	
发电量(亿度)		18.0	
<b>总营业收入(亿元)</b>	<b>58.7</b>	<b>48.5</b>	<b>-17.3%</b>
商品煤销售收入	39.1	32.4	-17.2%
电力业务销售收入	10.6	10.6	-0.3%
<b>总营业成本(亿元)</b>	<b>36.7</b>	<b>36.7</b>	<b>0.1%</b>
商品煤销售成本	18.3	21.4	16.8%
电力业务销售成本	9.4	9.4	0.6%
<b>销售毛利率</b>	<b>37.5%</b>	<b>24.4%</b>	<b>-13.1pct</b>
煤炭业务销售毛利率	53.2%	33.9%	-19.2pct
电力业务销售毛利率	11.8%	11.0%	-0.8pct
销售期间费用率	5.9%	8.2%	2.3pct
<b>销售净利率</b>	<b>20.8%</b>	<b>8.9%</b>	<b>-11.9pct</b>
<b>归母净利润(亿元)</b>	<b>11.8</b>	<b>4.72</b>	<b>-60.0%</b>
资产负债率	35.3%	35.9%	0.6pct
有息负债率	8.4%	10.1%	1.7pct

资料来源:各公司公告,平安证券研究所



# 其他煤电一体化企业经营情况

## 陕西能源业务经营情况

陕西能源	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价 (元/吨)	762.9	575.3	-24.6%
煤炭销售成本 (元/吨)	296.1	204.7	-30.9%
煤炭单吨毛利 (元/吨)	466.8	370.7	-20.6%
单位售电价 (元/兆瓦时)	355.2	362.7	2.1%
售电成本 (元/兆瓦时)	216.7	241.5	11.5%
售电利润 (元/兆瓦时)	138.5	121.2	-12.5%
原煤产量 (万吨)	1127.6	1165.4	3.4%
自产煤外销量 (万吨)	234.4	380.6	62.4%
发电量 (亿千瓦时)	214.1	241.0	12.6%
上网电量 (亿千瓦时)	200.3	221.0	10.3%
<b>总营业收入 (亿元)</b>	<b>92.5</b>	<b>105.8</b>	<b>14.4%</b>
电力业务营收	71.2	80.2	12.7%
煤炭业务收入	17.9	21.9	22.5%
总营业成本 (亿元)	53.2	64.9	21.8%
电力业务成本	43.4	53.4	23.0%
煤炭业务成本	6.9	7.8	12.2%
<b>销售毛利率</b>	<b>42.4%</b>	<b>38.7%</b>	<b>-3.8pct</b>
电力业务销售毛利率	39.0%	33.4%	-5.6pct
煤炭业务销售毛利率	61.2%	64.4%	3.2pct
销售期间费用率	10.4%	8.6%	1.8pct
<b>销售净利率</b>	<b>22.8%</b>	<b>22.5%</b>	<b>-0.3pct</b>
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>13.2</b>	<b>15.41</b>	<b>16.7%</b>
资产负债率	54.2%	54.5%	0.4pct
有息负债率	42.7%	40.7%	-2.0pct

## 内蒙华电业务经营情况

内蒙华电	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价 (元/吨)	415.1	416.7	0.4%
煤炭销售成本 (元/吨)	146.6	130.4	-11.0%
煤炭单吨毛利 (元/吨)	268.5	286.4	6.6%
单位售电价 (元/兆瓦时)	359.1	340.4	-5.2%
售电成本 (元/兆瓦时)	288.8	279.3	-3.3%
售电利润 (元/兆瓦时)	70.3	61.1	-13.1%
原煤产量 (万吨)	676.6	682.9	0.9%
自产煤外销量 (万吨)	312.5	352.0	12.7%
<b>发电量 (亿千瓦时)</b>	<b>285.6</b>	<b>284.8</b>	<b>-0.3%</b>
火电发电量	266.7	265.2	-0.6%
火电发电用煤量 (万吨)	778.8	774.2	-0.6%
上网电量 (亿千瓦时)	264.7	263.7	-0.4%
火电上网电量	246.3	244.5	-0.7%
<b>总营业收入 (亿元)</b>	<b>111.0</b>	<b>107.7</b>	<b>-3.0%</b>
电力业务收入	95.1	89.7	-5.6%
煤炭业务收入	13.0	14.7	13.1%
热力业务收入	2.8	2.8	0.4%
总营业成本 (亿元)	85.2	82.5	-3.1%
电力业务成本	76.5	73.6	-3.7%
煤炭业务成本	4.6	4.6	0.2%
热力业务成本	4.1	4.1	-1.5%
<b>销售毛利率</b>	<b>23.3%</b>	<b>23.4%</b>	<b>0.1pct</b>
电力业务销售毛利率	19.6%	18.0%	-1.6pct
煤炭业务销售毛利率	64.7%	68.7%	4.0pct
热力业务销售毛利率	-45.7%	-43.1%	2.6pct
销售期间费用率	2.21%	1.54%	-0.7pct
<b>销售净利率</b>	<b>15.68%</b>	<b>18.27%</b>	<b>2.6pct</b>
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>14.8</b>	<b>17.7</b>	<b>19.2%</b>
资产负债率	47.76%	39.82%	-7.9pct
有息负债率	34.55%	27.02%	-7.5pct

## 苏能股份业务经营情况

苏能股份	23H1	24H1	yoy
商品煤平均售价 (元/吨)	565.3	471.0	-16.7%
配焦煤	1501.8	1180.2	-21.4%
动力煤	458.2	402.8	-12.1%
商品煤销售成本 (元/吨)	223.1	236.4	5.9%
商品煤单吨毛利 (元/吨)	342.2	234.7	-31.4%
单位售电价 (元/兆瓦时)	402.1	419.4	4.3%
售电成本 (元/兆瓦时)	328.4	356.1	8.4%
售电利润 (元/兆瓦时)	73.7	63.2	-14.1%
原煤产量 (万吨)	892.9	914.1	2.4%
商品煤产量 (万吨)	714.7	801.5	12.1%
商品煤销量 (万吨)	708.1	780.5	10.2%
配焦煤	72.7	68.5	-5.8%
动力煤	635.5	712.0	12.0%
发电量 (亿千瓦时)	42.8	59.6	39.2%
售电量 (亿千瓦时)	39.9	56.1	40.4%
<b>总营业收入 (亿元)</b>	<b>62.9</b>	<b>67.3</b>	<b>7.0%</b>
商品煤销售收入	40.0	36.8	-8.2%
电力业务销售收入	16.1	23.5	46.5%
总营业成本 (亿元)	33.5	43.8	30.6%
商品煤销售成本	15.8	18.4	16.8%
电力业务销售成本	13.1	20.0	52.3%
<b>销售毛利率</b>	<b>46.7%</b>	<b>35.0%</b>	<b>-11.7pct</b>
电力业务销售毛利率	60.5%	49.8%	-10.7pct
商品煤销售毛利率	18.3%	15.1%	-3.2pct
销售期间费用率	11.4%	10.6%	-0.9pct
<b>销售净利率</b>	<b>25.4%</b>	<b>15.8%</b>	<b>-9.6pct</b>
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>14.69</b>	<b>9.45</b>	<b>-35.7%</b>
资产负债率	53.9%	54.9%	1.0pct
有息负债率	19.8%	21.5%	1.7pct

## 华电能源业务经营情况

华电能源	23H1	24H1	yoy
煤炭平均售价 (元/吨)	590.7	674.7	14.2%
煤炭销售成本 (元/吨)		287.0	
煤炭单吨毛利 (元/吨)		387.7	
机组含税平均电价 (元/兆瓦时)	462.6	480.2	3.8%
单位售电成本 (元/兆瓦时)		366.0	
单位售电利润 (元/兆瓦时)		114.2	
机组平均利用小时	1654.0	1524.0	-7.9%
煤炭产量 (万吨)	754.0	555.3	-26.3%
<b>发电量 (亿千瓦时)</b>	<b>106.0</b>	<b>97.7</b>	<b>-7.8%</b>
<b>上网电量 (亿千瓦时)</b>	<b>93.7</b>	<b>85.8</b>	<b>-8.4%</b>
供热量 (万吉焦)	3729.0	3872.0	3.8%
<b>总营业收入 (亿元)</b>	<b>100.8</b>	<b>92.9</b>	<b>-7.8%</b>
售电收入	38.3	36.5	-4.9%
煤炭收入	44.5	37.5	-15.9%
供热收入	17.1	18.1	6.0%
总营业成本 (亿元)	79.5	70.0	-12.0%
售电成本		31.4	
煤炭成本		15.9	
供热成本		22.5	
<b>销售毛利率</b>	<b>21.1%</b>	<b>24.7%</b>	<b>3.6pct</b>
售电毛利率		13.9%	
煤炭毛利率		57.5%	
供热毛利率		-24.4%	
销售期间费用率	5.9%	5.5%	-0.5pct
<b>销售净利率</b>	<b>7.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>5.2pct</b>
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>1.2</b>	<b>6.3</b>	<b>433.9%</b>
资产负债率	79.9%	78.0%	-1.9pct
有息负债率	49.1%	48.3%	-0.7pct

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

# CONTENT

## 目录



- ① 一、煤炭市场复盘：动焦双弱，支撑渐显
  - 1.1动力煤基本面：夏季耗煤偏弱，等待迎峰度冬
  - 1.2炼焦煤基本面：钢材需求疲软，焦煤库存低位
- ② 二、煤企经营情况分析：整体承压，韧性分化
  - 2.1领先煤企：中国神华、陕西煤业业绩更具韧性
  - 2.2山西煤企：晋控煤业煤炭量价稳定，业绩持稳
  - 2.3豫冀煤企：平煤股份提高精煤占比对冲煤价下行
  - 2.4安徽煤企：新集能源深化煤电一体化，韧性凸显
  - 2.5新建煤企：广汇能源煤炭业务持稳，未来量增可期
  - 2.6其他中小煤企：昊华能源量增价稳，业绩逆势增长
- ③ 三、煤电一体化优势：稳量价，熨平利润波动
  - 3.1煤电一体化利于熨平煤价波动对利润影响
  - 3.2代表性煤企一体化布局模式异同对比分析
- ④ 四、投资建议与风险提示

## 投资建议

■ **投资建议：**市场方面，动力煤-煤价在经历了今年7、8月份长江流域强降水频繁、水电贡献高增的情况下，动力煤仍然保持较为坚挺的走势，在高长协占比和生产成本抬升下，煤炭价格中枢的韧性逐步显现，四季度北方供热季的到来仍有望阶段性抬升动力煤价；焦煤-国庆节前国家再次出台系列地产利好政策，9月钢材产量和需求环比小幅回升，焦煤和焦炭库存均处低位，主流焦煤价格企稳回升。个股方面，在今年整体煤价下行的走势中，部分煤企仍呈现出较强的业绩韧性，主要是高长协比例稳价稳量、深入煤电一体化发展模式熨平利润波动，同时具有规模优势和优质煤种的头部煤企抗压能力更强。投资层面，在高比例长协定价模式下，煤企优化的盈利能力和目前较良好的资产负债率有利于保障高分红高股息的兑现，在当前国内低利率环境下，煤企预期股息率显著高于十年期国债收益率，仍具备较好的投资价值；10月18日，央行行长此前在国务院新闻办公室发布会上提出的创设“股票回购、增持专项再贷款”文件正式发布实施，旨在引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票，结合我们在报告《煤企深度剖析系列（一）：从弹性和粘性对比煤企投资价值》中测算的现金分红和股息率数据，今年仍有较多煤企股息率有望维持在4%以上，相较于2.25%的借贷利率有较好的利差投资吸引力，因此我们建议关注业绩韧性相对较好、高分红兑现率高的资产优质煤企：**中国神华、中煤能源、陕西煤业、潞安环能、新集能源、昊华能源。**

重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)					P/E (倍)				评级
		2024/10/18	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
中国神华	601088.SH	41.98	3.00	3.02	3.10	3.18	14.0	13.9	13.5	13.2	暂未评级	
中煤能源	601898.SH	13.97	1.47	1.48	1.55	1.64	9.5	9.4	9.0	8.5	暂未评级	
陕西煤业	601225.SH	25.58	2.19	2.24	2.38	2.47	11.7	11.4	10.7	10.4	暂未评级	
潞安环能	601699.SH	15.72	2.65	1.74	1.88	2.01	5.9	9.0	8.4	7.8	暂未评级	
新集能源	601918.SH	8.25	0.81	0.88	0.97	1.13	10.2	9.4	8.5	7.3	暂未评级	
昊华能源	601101.SH	9.30	0.72	1.17	1.30	1.41	12.9	7.9	7.2	6.6	暂未评级	

资料来源：wind，平安证券研究所，注：各公司EPS来自wind一致预期



## 风险提示

---

- **国内煤炭产量超预期增加的风险。**若国内煤企在建矿井投产进度超预期，煤矿项目批复进程超预期，则可能造成煤炭产量大幅增加、供应过剩的风险。
- **矿山安全事故发生的风险。**矿山安全事故频发，政府持续加强矿山安全管理，相关煤企产量可能会受到较大影响。
- **供暖耗煤旺季需求不及预期，煤炭库存持续高位的风险。**若后市冬季供暖所需煤炭消耗量不及预期，煤炭库存持续高位，可能导致煤价继续下跌。
- **煤企资本开支增加，股息率和分红比例下调风险。**如果煤企大幅调增资本开支，加大基建项目开发力度，则一方面可能导致煤炭供应增幅超预期，另一方面用于股息分红的现金减少，可能造成煤企下调股息率和分红率。
- **下游地产政策落实不及预期导致焦煤需求难以回暖的风险。**

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。