

煤价回落致业绩环比下滑，持仓市值环比提升

2024 年 09 月 07 日

➤ **市场回顾：24Q2 动力煤价震荡偏稳运行。**据 Wind 数据，2024 年二季度以来，4-5 月份进入季节性淡季，煤价整体震荡偏稳运行，伴随 5 月中下旬后气温升高、电力需求逐步释放，煤价企稳上行，最高涨至 5 月末 880 元/吨，而后受今年水电出力较好影响，火电发电受到挤压，煤价承压小幅回落，进入 8 月后水电高增速不再，煤价逐步企稳。24Q2，秦港 5500 大卡动力煤均价 847.42 元/吨，同比下降 7.57%，环比下降 6.02%；中长协价格方面，24Q2 长协实际执行均价 699 元/吨，同比下降 18 元/吨，环比下降 10 元/吨。

➤ **持仓分析：24Q2 板块持仓市值略有提升，主因市值上涨。**我们主要观测 24Q2 煤炭板块公募基金持仓，分析的范围为公募基金中灵活配置型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金和普通股票型基金的重仓股，且不含港股。据我们统计，截至 24Q2，各公募基金持有煤炭股总市值为 163.43 亿元，较 24Q1 的 127.445 亿元增长 28.25%。从占比来看，24Q2 公募基金持有煤炭股总市值占基金总持股市值比重约为 2.25%，较 24Q1 的 1.69% 增长 0.56 pct。基金持仓实现环比小幅增长，但考虑到 24Q2 中信煤炭指数上涨 4.76%（同期 Wind 全 A-3.49%），因此煤炭持仓份额的提升或由市值增长驱动。

➤ **中报总结：24Q2 板块盈利同环比下滑，动力煤子板块表现较优。**24Q2，板块营业收入同比下降 5.5%，环比下降 0.9%；归母净利润同比下降 14.6%，环比下降 8.0%；期间费用同环比增长、费率同环比下降；经营性流入同比提升，投融资现金流改善；资产负债率同比下降、较 2023 年末有所提升。

➤ **后市展望：短期煤价持稳运行，非电旺季到来有望进入上行通道。**我们认为，当前时点动力煤“至暗时刻”已过，水电高增速挤压不再，火电需求仍然坚挺，短期供需两弱下港口现货货源紧缺对煤价有支撑，9 月非电需求边际好转煤价有望进入上行通道。

➤ **投资建议：**标的方面，我们推荐以下投资主线：1) 煤化一体、兼具成长的低估值龙头，建议关注中煤能源。2) 行业龙头业绩稳健，建议关注陕西煤业和中国神华。3) 强 α 属性公司，建议关注晋控煤业和山煤国际。4) 煤电一体，中长期成长可期，建议关注新集能源。

➤ **风险提示：**1) 经济增速放缓；2) 煤价大幅下跌。

推荐

维持评级



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

- 1.煤炭周报：煤价企稳，板块延续业绩稳健+高回报-2024/08/31
- 2.煤炭周报：煤价震荡偏稳，板块回调提供配置良机-2024/08/24
- 3.煤炭周报：业绩期将临，关注板块股息价值-2024/08/17
- 4.煤炭周报：火电增速转正，动力煤拐点将临-2024/08/10
- 5.煤炭周报：至暗时刻已过，板块迎来加仓时机-2024/08/03

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601898	中煤能源	13.25	1.47	1.44	1.52	9	9	9	推荐
601225	陕西煤业	22.80	2.19	2.27	2.43	10	10	9	推荐
601088	中国神华	38.04	3.00	3.12	3.29	13	12	12	推荐
601001	晋控煤业	13.83	1.97	1.79	1.94	7	8	7	推荐
600546	山煤国际	11.21	2.15	1.43	1.64	5	8	7	推荐
601918	新集能源	7.62	0.81	0.97	1.07	9	8	7	推荐
600123	兰花科创	8.00	1.41	0.95	1.38	6	8	6	推荐
600348	华阳股份	6.90	1.44	0.86	0.96	5	8	7	推荐
601699	潞安环能	13.47	2.65	1.55	1.64	5	9	8	推荐
600188	兖矿能源	13.89	2.01	1.45	1.59	7	10	9	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 6 日收盘价）

目录

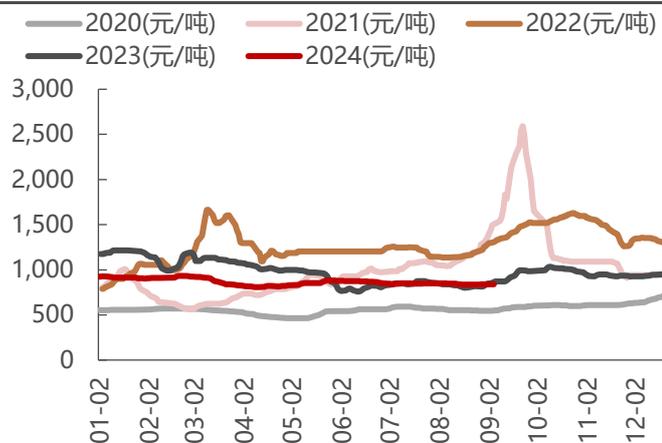
1 市场回顾	3
2 24Q2 持仓分析：基金重仓持仓市值环比上涨	4
3 2024 年半年报总结	5
3.1 营业收入：板块营收同比下滑	5
3.2 归母净利润：板块盈利同比下滑	6
3.3 费用分析：期间费用增长，费率下降	7
3.4 现金流分析：经营性净流入增长，投融资现金流改善	9
3.5 资产负债率：资本结构同比改善	11
3.6 ROE：同比有所下降	12
4 投资建议	13
5 风险提示	14
插图目录	15
表格目录	15

1 市场回顾

24Q2 动力煤价震荡偏稳运行，非电旺季有望进入上行通道。据 Wind 数据，2024 年二季度以来，4-5 月份进入季节性淡季，煤价整体震荡偏稳运行，伴随 5 月中下旬后气温升高、电力需求逐步释放，煤价企稳上行，最高涨至 5 月末 880 元/吨，而后受今年水电出力较好影响，火电发电受到挤压，煤价承压小幅回落，进入 8 月后水电高增速不再，煤价逐步企稳，当前处于电煤需求旺季与非电需求旺季过渡时期，受港口现货煤阶段性供需两弱影响，煤价持稳运行，预计后续进入非电旺季，港口现货货源紧缺将助力煤价上行。24Q2，秦港 5500 大卡动力煤均价 847.42 元/吨，同比下降 7.57%，环比下降 6.02%；中长协价格方面，24Q2 长协实际执行均价 699 元/吨，同比下降 18 元/吨，环比下降 10 元/吨。

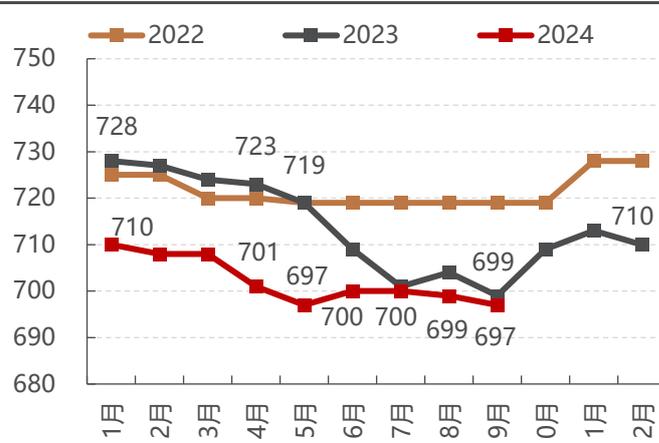
24Q2 双焦价格同比下降，当前已处底部区间。据 Wind 数据，24Q2 京唐港主焦煤均价 2089.02 元/吨，同比上涨 6.57%，环比下降 13.99%；天津港一级冶金焦均价 2058.41 元/吨，同比下降 8.92%，环比下降 10.48%。因进入 2024 年 3 月传统旺季以来，下游复工不及预期、需求持续疲弱，焦煤焦炭价格快速下滑。

图1：秦皇岛动力煤价格 24Q2 震荡偏稳运行



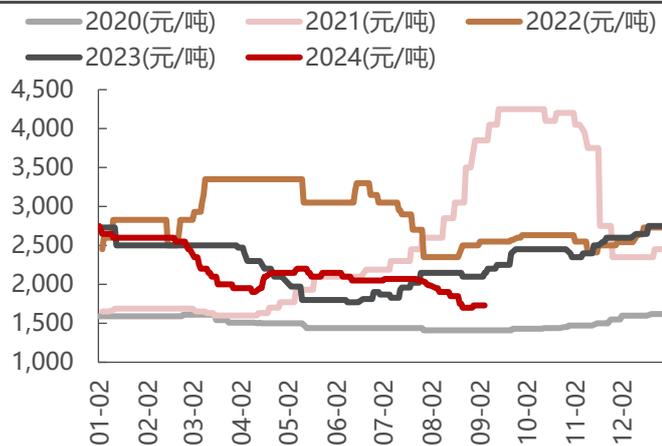
资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

图2：动力煤长协价格 24Q2 平稳运行(元/吨)



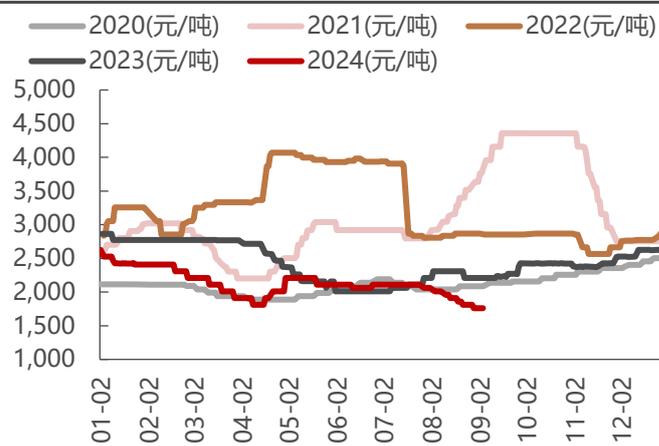
资料来源：全国煤炭交易中心，民生证券研究院

图3：京唐港主焦煤价格 24Q2 环比下滑



资料来源：煤炭资源网，民生证券研究院

图4：天津港一级冶金焦价格 24Q2 环比下滑

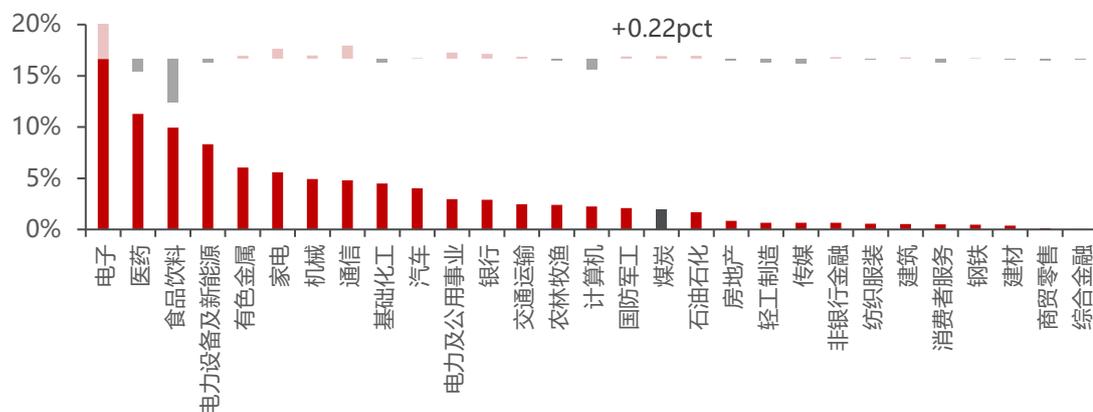


资料来源：wind，民生证券研究院

2 24Q2 持仓分析：基金重仓持仓市值环比上涨

板块持仓市值略有提升，主因市值上涨。我们主要观测 24Q2 煤炭板块公募基金持仓，分析的范围为公募基金中灵活配置型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金和普通股票型基金的重仓股，且不含港股。据我们统计，截至 24Q2，各公募基金持有煤炭股总市值为 163.43 亿元，较 24Q1 的 127.445 亿元增长 28.25%。从占比来看，24Q2 公募基金持有煤炭股总市值占基金总持股市值比重约为 2.25%，较 24Q1 的 1.69% 增长 0.56 pct。基金持仓实现环比小幅增长，但考虑到 24Q2 中信煤炭指数上涨 4.76%（同期 Wind 全 A-3.49%），因此煤炭持仓份额的提升或由市值增长驱动。

图5：基金煤炭持仓相对较低



资料来源：wind，民生证券研究院；注：持仓占比=该行业基金重仓持股市值/基金总重仓持股市值

个股方面，重点跟踪标的持仓环比上升。24Q2，我们重点跟踪的 14 个煤炭标的基金持仓占比均环比上升。其中加仓前五名的公司为晋控煤业（+10.00 pct）、淮北矿业（+8.81 pct）、山西焦煤（+1.18 pct）、平煤股份（+8.59pct）、新集能源（+7.99 pct）。（注：基金持仓占比=基金持股数量/流通股本*100%）

表1：重点标的基金持仓占比变化情况

公司名称	24Q2 (%)	24Q1 (%)	环比(pct)
晋控煤业	14.68	4.68	10.00
淮北矿业	12.53	3.72	8.81
平煤股份	11.96	3.37	8.59
新集能源	17.30	9.31	7.99
兰花科创	9.59	2.08	7.51
山西焦煤	10.10	2.71	7.39
山煤国际	12.13	6.09	6.04
恒源煤电	12.56	7.10	5.46
潞安环能	8.37	3.22	5.15
华阳股份	7.78	3.39	4.39
陕西煤业	6.94	4.28	2.66

兖矿能源	5.40	3.35	2.05
中煤能源	4.10	2.10	2.00
中国神华	3.25	2.03	1.22

资料来源: wind, 民生证券研究院

3 2024 年半年报总结

3.1 营业收入: 板块营收同比下滑

24H1 煤炭板块营业总收入同比下降 8.7%。其中, 动力煤子板块同比下降 7.8%, 同比实现正增长的为淮河能源、电投能源; 无烟煤子板块同比下降 13.9%; 炼焦煤子板块同比下降 11.2%。

24Q2 煤炭板块营业收入同比下降 5.5%, 环比下降 0.9%。动力煤子板块同环比-5.8%/-2.5%, 其中环比增幅前五为安源煤业、山煤国际、淮河能源、陕西煤业、上海能源; 无烟煤子板块同环比-6.6%/+6.9%; 炼焦煤子板块同环比-4.3%/+3.9%。

表2: 24H1 营业收入同比下降, 24Q2 营业收入同比下降、环比下降

子行业	证券简称	半年度营业收入(亿元)			第二季度营业收入(亿元)				
		24H1	23H1	同比	24Q2	24Q1	23Q2	同比	环比
动力煤	甘肃能化	56.2	57.5	-2.3%	28.0	28.2	26.0	7.9%	-0.7%
	晋控煤业	73.8	74.5	-1.0%	37.2	36.6	37.4	-0.5%	1.7%
	电投能源	141.3	132.1	6.9%	67.8	73.4	63.7	6.5%	-7.7%
	郑州煤电	21.6	21.9	-1.4%	10.2	11.4	10.1	1.0%	-10.0%
	兖矿能源	723.1	844.0	-14.3%	326.8	396.3	399.8	-18.3%	-17.5%
	安源煤业	26.6	32.6	-18.4%	15.2	11.5	15.9	-4.9%	32.2%
	大有能源	26.0	35.3	-26.4%	11.9	14.1	15.3	-22.2%	-15.5%
	上海能源	48.5	58.7	-17.3%	25.3	23.2	27.2	-7.0%	9.3%
	山煤国际	140.6	206.8	-32.0%	77.0	63.6	100.3	-23.2%	21.2%
	恒源煤电	38.9	42.4	-8.1%	18.4	20.5	20.0	-7.9%	-10.2%
	中国神华	1,680.8	1,694.4	-0.8%	804.3	876.5	824.0	-2.4%	-8.2%
	陕西煤业	847.4	906.6	-6.5%	442.9	404.5	458.5	-3.4%	9.5%
	中煤能源	929.8	1,093.6	-15.0%	475.9	453.9	502.0	-5.2%	4.8%
	新集能源	59.9	62.6	-4.4%	29.3	30.6	33.6	-13.0%	-4.3%
淮河能源	158.2	129.9	21.8%	85.1	73.1	72.4	17.5%	16.3%	
动力煤合计		4,972.8	5,393.0	-7.8%	2,455.3	2,517.4	2,606.2	-5.8%	-2.5%
无烟煤	兰花科创	54.8	64.7	-15.3%	32.1	22.6	34.5	-6.9%	42.1%
	华阳股份	122.0	154.1	-20.9%	60.4	61.6	70.3	-14.1%	-1.9%
	昊华能源	47.3	41.5	14.1%	23.2	24.1	19.1	21.9%	-3.8%
无烟煤合计		224.1	260.3	-13.9%	115.8	108.3	123.9	-6.6%	6.9%
炼焦煤	冀中能源	101.1	147.5	-31.5%	47.8	53.3	68.3	-30.0%	-10.4%
	山西焦煤	215.7	275.6	-21.7%	110.2	105.5	128.1	-14.0%	4.4%

盘江股份	40.5	53.0	-23.6%	21.0	19.5	24.3	-13.9%	7.6%
开滦股份	106.6	119.4	-10.8%	52.8	53.7	56.8	-7.0%	-1.6%
平煤股份	162.5	159.7	1.8%	80.1	82.4	73.4	9.1%	-2.8%
淮北矿业	373.2	374.1	-0.2%	199.5	173.6	183.6	8.7%	14.9%
潞安环能	176.5	218.8	-19.3%	89.9	86.6	99.9	-10.0%	3.9%
永泰能源	145.1	139.8	3.8%	71.9	73.2	69.1	4.0%	-1.8%
炼焦煤合计	1,321.2	1,487.9	-11.2%	673.3	647.9	703.6	-4.3%	3.9%
煤炭板块合计	6,518.1	7,141.2	-8.7%	3,244.4	3,273.7	3,433.7	-5.5%	-0.9%

资料来源: wind, 民生证券研究院

3.2 归母净利润: 板块盈利同比下滑

24H1 板块归母净利润较去年同期下降 24.2%。其中, 动力煤子板块同比下降 16.5%, 同比实现正增长的为淮河能源、电投能源、晋控煤业; 无烟煤子板块同比下降 46.7%, 昊华能源实现正增长; 炼焦煤子板块同比下降 47.6%, 永泰能源实现正增长。

24Q2 煤炭板块归母净利润同比下降 14.7%, 环比下降 8.0%。其中, 动力煤子板块同环比-7.4%/-7.1%, 其中实现环比增长的为陕西煤业、山煤国际、兖矿能源; 无烟煤子板块同环比-41.7%/-13.7%; 炼焦煤子板块同环比-37.6%/-12.0%。

表3: 24H1 归母净利润同比下降, 24Q2 归母净利润同比下降、环比下降

子行业	证券简称	半年度归母净利润(亿元)			第二季度归母净利润(亿元)				
		24H1	23H1	同比	24Q2	24Q1	23Q2	同比	环比
动力煤	甘肃能化	9.0	12.8	-29.9%	3.6	5.4	12.9	-72.1%	-32.8%
	晋控煤业	14.4	13.9	3.7%	6.6	7.8	6.7	-2.8%	-15.9%
	电投能源	29.4	25.8	14.0%	10.0	19.4	9.7	3.6%	-48.6%
	郑州煤电	0.1	0.5	-77.7%	-0.2	0.3	-0.2	28.8%	-169.3%
	兖矿能源	75.7	102.1	-25.9%	38.1	37.6	45.6	-16.4%	1.5%
	安源煤业	-1.1	0.5	-300.4%	-0.1	-1.0	0.0	77.2%	-91.9%
	大有能源	-4.9	2.2	-322.0%	-2.2	-2.7	-0.9	133.5%	-18.8%
	上海能源	4.7	11.8	-60.0%	1.7	3.0	3.4	-50.9%	-44.2%
	山煤国际	12.9	30.6	-57.8%	7.1	5.8	13.7	-48.4%	21.3%
	恒源煤电	7.6	11.2	-32.1%	3.3	4.3	5.1	-35.8%	-24.1%
	中国神华	295.0	332.8	-11.3%	136.2	158.8	146.7	-7.1%	-14.3%
	陕西煤业	105.6	115.8	-8.8%	59.0	46.5	46.7	26.5%	26.9%
	中煤能源	97.9	118.3	-17.3%	48.2	49.7	46.8	3.0%	-3.0%
	新集能源	11.8	13.1	-10.1%	5.8	6.0	7.1	-19.0%	-3.3%
	淮河能源	5.8	3.4	68.5%	2.7	3.1	1.8	50.6%	-14.4%
动力煤合计		663.8	794.7	-16.5%	319.7	344.1	345.0	-7.4%	-7.1%
无烟煤	兰花科创	5.5	13.6	-59.5%	4.2	1.3	5.9	-29.2%	208.9%
	华阳股份	13.0	30.1	-56.9%	4.3	8.7	12.8	-66.4%	-50.2%
	昊华能源	8.6	7.1	21.3%	4.1	4.5	2.8	46.2%	-9.9%

无烟煤合计	27.1	50.8	-46.7%	12.6	14.5	21.5	-41.7%	-13.7%
冀中能源	10.0	33.7	-70.3%	2.9	7.1	6.6	-55.8%	-58.6%
山西焦煤	19.7	45.2	-56.5%	10.2	9.5	20.5	-50.4%	6.9%
盘江股份	0.4	6.2	-94.0%	0.2	0.2	2.7	-94.1%	-25.2%
炼焦煤	4.8	7.8	-38.6%	2.7	2.1	3.8	-27.6%	30.1%
开滦股份	4.8	7.8	-38.6%	2.7	2.1	3.8	-27.6%	30.1%
平煤股份	13.9	22.3	-37.7%	6.5	7.4	10.9	-40.0%	-11.9%
淮北矿业	29.4	35.9	-18.2%	13.5	15.9	14.8	-8.9%	-15.4%
潞安环能	22.3	53.0	-58.0%	9.4	12.9	19.2	-51.0%	-27.1%
永泰能源	11.9	10.1	17.5%	7.2	4.7	5.9	21.7%	54.9%
炼焦煤合计	112.3	214.2	-47.6%	52.6	59.7	84.3	-37.6%	-12.0%
煤炭板块合计	803.2	1,059.7	-24.2%	384.8	418.4	450.9	-14.7%	-8.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院

3.3 费用分析: 期间费用增长, 费率下降

24H1 煤炭板块期间费用同比增长 5.3%，期间费用率同比下降 0.5 个百分点。其中，动力煤子板块期间费用同比增长 8.5%，期间费用率同比下降 0.2pct，晋控煤业期间费用及费率同比降幅最大；无烟煤子板块期间费用同比增长 3.8%，期间费用率同比下降 0.1pct；炼焦煤子板块期间费用同比下降 0.4%，期间费用率同比降低 1.8pct。

表4: 24H1 煤炭板块期间费用同比增长、费率同比下降

子行业	证券简称	期间费用(亿元)			期间费用率(%)		
		24H1	23H1	同比	24H1	23H1	同比
动力煤	甘肃能化	7.0	6.4	8.9%	12.5	11.2	1.3
	晋控煤业	3.1	5.1	-39.2%	4.2	6.9	-2.7
	电投能源	5.0	4.2	18.1%	3.5	3.2	0.3
	郑州煤电	3.9	4.0	-3.1%	18.1	18.4	-0.3
	兖矿能源	87.8	69.7	26.0%	12.1	8.3	3.9
	安源煤业	1.9	2.1	-10.5%	7.2	6.6	0.6
	大有能源	6.1	7.7	-21.2%	23.4	21.8	1.6
	上海能源	4.0	3.4	15.4%	8.2	5.9	2.3
	山煤国际	12.7	12.2	4.5%	9.0	5.9	3.2
	恒源煤电	6.4	6.3	1.9%	16.5	14.9	1.6
	中国神华	59.6	53.5	11.4%	3.5	3.2	0.4
	陕西煤业	39.7	39.1	1.5%	4.7	4.3	0.4
	中煤能源	43.7	45.7	-4.3%	4.7	4.2	0.5
	新集能源	6.3	5.7	10.8%	10.6	9.1	1.5
淮河能源	5.0	4.1	20.2%	3.1	3.2	0.0	
动力煤合计		292.3	269.4	8.5%	3.5	3.7	-0.2
无烟煤	兰花科创	6.6	7.4	-10.5%	12.0	11.4	0.6
	华阳股份	11.6	10.1	14.5%	9.5	6.6	2.9
	昊华能源	5.3	5.2	3.0%	11.3	12.5	-1.2

无烟煤合计	23.5	22.7	3.8%	5.3	5.3	-0.1
冀中能源	16.5	17.5	-5.6%	16.3	11.8	4.5
山西焦煤	26.1	25.5	2.3%	12.1	9.2	2.8
盘江股份	9.3	7.4	25.4%	22.9	13.9	9.0
炼焦煤	7.8	6.8	15.3%	7.4	5.7	1.7
开滦股份	17.3	14.1	22.5%	10.7	8.9	1.8
淮北矿业	31.8	35.0	-9.3%	8.5	9.4	-0.9
潞安环能	19.7	19.6	0.4%	11.2	9.0	2.2
永泰能源	16.2	19.3	-16.0%	11.2	13.8	-2.6
炼焦煤合计	144.7	145.2	-0.4%	5.8	7.6	-1.8
煤炭板块合计	460.5	437.3	5.3%	4.0	4.5	-0.5

资料来源: wind, 民生证券研究院

24Q2 煤炭板块期间费用同环比+6.8%/+14.7%，费率同环比-0.2/-4.4 个百分点。其中，动力煤子板块期间费用同环比+8.9%/+11.2%，费率同环比+0.8/+0.8 个百分点，其中费率实现环比下降的为安源煤业、恒源煤电、陕西煤业、中煤能源、淮河能源；无烟煤子板块期间费用同环比+16.4%/+37.0%，费率同环比+9.0/+2.6 个百分点；炼焦煤子板块期间费用同环比+1.6%/+18.5%，费率同环比+7.6/+1.4 个百分点。

表5：24Q2 煤炭板块期间费用同环比增长、费率同环比下降

子行业	证券简称	期间费用(亿元)					期间费用率(%)				
		24Q2	24Q1	23Q2	同比	环比	24Q2	24Q1	23Q2	同比	环比
动力煤	甘肃能化	3.8	3.2	3.5	9.1%	18.4%	13.6	11.4	13.4	0.2	2.2
	晋控煤业	1.7	1.5	2.0	-15.4%	12.2%	4.4	4.0	5.2	-0.8	0.4
	电投能源	2.6	2.3	2.1	25.6%	12.3%	3.9	3.2	3.3	0.6	0.7
	郑州煤电	2.1	1.8	2.0	6.2%	15.9%	20.5	15.9	19.5	1.0	4.6
	兖矿能源	48.7	39.1	36.7	32.6%	24.4%	14.9	9.9	9.2	5.7	5.0
	安源煤业	0.9	1.0	1.0	-12.8%	-8.4%	6.0	8.7	6.6	-0.5	-2.7
	大有能源	3.3	2.8	3.8	-14.7%	15.2%	27.3	20.0	24.9	2.4	7.3
	上海能源	2.3	1.6	2.2	7.4%	43.8%	9.3	7.0	8.0	1.2	2.2
	山煤国际	7.1	5.6	6.4	10.9%	28.2%	9.3	8.8	6.4	2.9	0.5
	恒源煤电	2.9	3.6	3.4	-15.5%	-19.3%	15.6	17.4	17.0	-1.4	-1.8
	中国神华	31.3	28.3	28.3	10.4%	10.5%	3.9	3.2	3.4	0.5	0.7
	陕西煤业	19.7	20.0	21.1	-6.7%	-1.6%	4.4	4.9	4.6	-0.2	-0.5
	中煤能源	21.6	22.1	24.0	-9.9%	-2.1%	4.5	4.9	4.8	-0.2	-0.3
	新集能源	3.3	3.1	2.9	12.3%	5.7%	11.1	10.1	8.6	2.5	1.1
	淮河能源	3.9	2.7	3.7	3.8%	42.8%	12.0	12.0	10.8	1.2	0.1
动力煤合计		153.9	138.4	141.4	8.9%	11.2%	6.3	5.5	5.4	0.8	0.8
无烟煤	兰花科创	3.9	2.7	3.7	3.8%	42.8%	12.0	12.0	10.8	1.2	0.1
	华阳股份	6.8	4.8	5.4	26.0%	41.6%	11.3	7.8	7.7	3.6	3.5
	昊华能源	2.9	2.4	2.5	14.6%	21.1%	12.6	10.0	13.4	-0.8	2.6
无烟煤合计		13.6	9.9	11.7	16.4%	37.0%	11.7	9.2	2.8	9.0	2.6
炼焦煤	冀中能源	8.8	7.7	9.1	-3.6%	13.1%	18.3	14.5	13.3	5.0	3.8
	山西焦煤	14.4	11.7	13.7	5.3%	23.5%	13.1	11.1	10.7	2.4	2.0

盘江股份	4.9	4.4	3.8	26.2%	9.9%	23.1	22.6	15.8	7.3	0.5
开滦股份	4.1	3.8	3.7	11.7%	8.6%	7.7	7.0	6.4	1.3	0.7
平煤股份	9.0	8.3	8.1	10.7%	8.3%	11.3	10.1	11.1	0.2	1.2
淮北矿业	18.8	13.0	16.8	12.1%	44.7%	9.4	7.5	9.1	0.3	1.9
潞安环能	10.4	9.3	10.7	-3.3%	11.6%	11.5	10.8	10.7	0.8	0.8
永泰能源	8.2	8.0	11.3	-27.5%	1.9%	11.4	11.0	16.3	-5.0	0.4
炼焦煤合计	78.4	66.2	77.2	1.6%	18.5%	11.7	10.2	4.0	7.6	1.4
煤炭板块合计	246.0	214.5	230.3	6.8%	14.7%	2.2	6.6	2.4	-0.2	-4.4

资料来源: wind, 民生证券研究院

3.4 现金流分析: 经营性净流入增长, 投融资现金流改善

2024 年上半年:

经营性现金流方面, 24H1 板块经营性净现金流实现 1370.2 亿元, 同比增长 0.5%。其中, 动力煤子板块实现经营性净现金流 1144.6 亿元, 同比增长 9.0%; 无烟煤子板块实现经营性净现金流 32.7 亿元, 同比下降 44.5%; 炼焦煤子板块实现经营性净现金流 192.9 亿元, 同比下降 24.4%。

投资性现金流方面, 24H1 板块投资性净现金流实现-750.3 亿元, 净流出量同比增长 31.9%。其中, 动力煤子板块投资性净现金流实现-617.6 亿元, 净流出量同比增长 31.9%; 无烟煤子板块投资性净现金流实现-23.7 亿元, 净流出量同比增长 10.4%; 炼焦煤子板块投资性净现金流实现-108.9 亿元, 净流出量同比增长 37.3%。

筹资性现金流方面, 24H1 板块筹资性净现金流实现-436.2 亿元, 净流出量同比下降 17.0%。其中, 动力煤子板块筹资性净现金流实现-287.9 亿元, 净流出量同比增长 10.3%; 无烟煤子板块筹资性净现金流实现 7.7 亿元, 同比由净流出转为净流入; 炼焦煤子板块筹资性净现金流实现-155.9 亿元, 净流出量同比下降 26.3%。

表6: 24H1 煤炭板块现金流情况

子行业	证券简称	经营性净现金流(亿元)			投资性净现金流(亿元)			筹资性净现金流(亿元)		
		24H1	23H1	同比	24H1	23H1	同比	24H1	23H1	同比
动力煤	甘肃能化	3.0	6.7	-54.6%	-30.0	-19.0	57.4%	1.4	-5.6	-124.7%
	晋控煤业	25.3	35.4	-28.6%	-0.6	-3.4	-82.5%	-19.0	-38.8	-50.9%
	电投能源	39.3	34.3	14.5%	-10.6	-38.0	-72.0%	-13.0	15.2	-185.6%
	郑州煤电	2.1	2.2	3.6%	-1.2	-1.1	8.8%	-1.9	-2.7	-27.5%
	兖矿能源	126.2	86.6	45.7%	-30.9	-71.4	-56.7%	-57.3	65.2	-187.8%
	安源煤业	0.3	1.4	-81.9%	-0.5	-0.6	-24.3%	0.1	-2.7	-102.0%
	大有能源	4.9	8.2	40.6%	-1.4	2.0	-169.1%	8.5	-15.8	-153.4%
	上海能源	4.7	1.6	195.1%	-3.5	-3.2	9.3%	-1.9	-0.2	-1032.1%
	山煤国际	23.8	28.9	-17.6%	-9.5	-7.8	22.8%	17.1	-38.4	-144.5%
	恒源煤电	9.6	20.7	-53.5%	-3.6	-18.6	-80.8%	-10.5	-12.7	-16.7%
	中国神华	526.7	463.5	13.6%	-438.6	-182.3	140.5%	-33.0	-95.4	-65.4%

	陕西煤业	199.7	169.8	17.6%	-14.0	-61.6	-77.3%	-138.3	-13.5	920.9%
	中煤能源	148.9	170.4	-12.6%	-39.0	-51.9	-24.8%	-53.7	-110.5	-51.4%
	新集能源	17.6	19.6	-10.2%	-29.0	-10.1	187.7%	19.6	-5.2	-476.1%
	淮河能源	12.7	0.6	2162.7%	-5.4	-1.2	335.2%	-5.8	0.0	24906.5
动力煤合计		1144.6	1049.8	9.0%	-617.6	-468.2	31.9%	-287.9	-261.1	10.3%
	兰花科创	6.3	11.2	-43.9%	1.8	1.7	9.7%	-4.6	-10.2	-54.9%
无烟煤	华阳股份	1.4	30.8	-95.4%	-19.5	-16.9	15.0%	33.5	-26.2	-227.9%
	昊华能源	25.0	16.9	47.5%	-6.1	-6.2	2.3%	-21.2	-16.2	30.7%
无烟煤合计		32.7	58.9	-44.5%	-23.7	-21.5	10.4%	7.7	-52.6	-114.6%
	冀中能源	11.4	11.5	-0.7%	-7.0	-1.7	313.8%	-2.5	-32.9	-92.5%
	山西焦煤	18.6	44.7	-58.4%	-11.2	-11.5	-2.6%	-13.2	-11.0	20.0%
	盘江股份	1.1	8.0	-86.4%	-32.9	-11.4	187.9%	34.7	11.0	216.8%
炼焦煤	开滦股份	2.0	3.6	-45.3%	-2.4	-3.8	-35.7%	-2.9	2.7	-207.6%
	平煤股份	46.9	65.3	-28.1%	-22.8	-24.0	-5.0%	-48.8	10.1	-584.8%
	淮北矿业	54.0	61.5	-12.2%	-24.3	-28.9	-15.9%	-41.0	-39.7	3.3%
	潞安环能	28.5	30.9	7.5%	-2.4	7.6	-131.2%	-60.3	-116.6	-48.3%
	永泰能源	30.4	29.9	-1.5%	-5.9	-5.6	4.8%	-22.0	-35.2	-37.5%
炼焦煤合计		192.9	255.3	-24.4%	-108.9	-79.3	37.3%	-155.9	-211.7	-26.3%
煤炭板块合计		1370.2	1364.0	0.5%	-750.3	-569.0	31.9%	-436.2	-525.4	-17.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院

2024 年二季度:

经营性现金流方面, 24Q2 板块经营性净现金流实现 825.6 亿元, 同比增长 50.6%。其中, 动力煤子板块实现经营性净现金流 644.3 亿元, 同比增长 64.1%; 无烟煤子板块实现经营性净现金流 18.5 亿元, 同比下降 27.9%; 炼焦煤子板块实现经营性净现金流 162.8 亿元, 同比增长 25.3%。

投资性现金流方面, 24Q2 板块投资性净现金流实现-299.8 亿元, 净流出量同比增长 12.5%。其中, 动力煤子板块投资性净现金流实现-269.9 亿元, 净流出量同比增长 21.9%; 无烟煤子板块投资性净现金流实现-6.7 亿元, 净流出量同比下降 38.5%; 炼焦煤子板块投资性净现金流实现-23.2 亿元, 净流出量同比下降 32.2%。

筹资性现金流方面, 24Q2 板块筹资性净现金流实现-534.6 亿元, 净流出量同比增长 6.6%。其中, 动力煤子板块筹资性净现金流实现-332.5 亿元, 净流出量同比增长 65.1%; 无烟煤子板块筹资性净现金流实现-11.0 亿元, 净流出量同比下降 76.3%; 炼焦煤子板块筹资性净现金流实现-191.1 亿元, 净流出量同比下降 24.6%。

表7: 24Q2 煤炭板块现金流情况

子行业	证券简称	经营性净现金流(亿元)			投资性净现金流(亿元)			筹资性净现金流(亿元)		
		24Q2	23Q2	同比	24Q2	23Q2	同比	24Q2	23Q2	同比
动力煤	甘肃能化	6.1	2.1	195.8%	-26.4	-12.2	116.2%	-4.5	-4.1	10.0%
	晋控煤业	13.9	15.6	-10.8%	0.4	-1.0	-137.5%	-17.4	-21.5	-19.2%
	电投能源	25.8	20.8	24.2%	-6.5	-26.1	-75.2%	-17.1	-26.0	-34.4%
	郑州煤电	0.7	1.1	37.6%	-0.6	-0.5	22.1%	-1.0	-1.6	-36.6%

兖矿能源	71.5	0.4	17858.8%	8.4	-35.1	-123.9%	-94.7	59.2	-260.1%	
安源煤业	0.4	0.7	-35.9%	-0.1	-0.3	-65.5%	-0.1	0.5	-130.6%	
大有能源	4.8	3.6	-33.0%	-0.3	3.5	-108.1%	7.2	-18.3	-139.4%	
上海能源	4.0	-4.8	-182.5%	-1.9	-1.1	71.3%	-0.9	-0.2	-292.5%	
山煤国际	23.8	16.2	46.6%	-2.7	-3.8	-30.9%	-14.1	-39.6	-64.3%	
恒源煤电	3.0	9.8	-69.7%	-3.1	-2.4	26.9%	-10.5	-9.5	10.3%	
中国神华	241.2	171.5	40.6%	-188.5	-70.9	165.7%	-22.3	-71.0	-68.5%	
陕西煤业	123.4	80.1	54.0%	-4.4	-47.4	-90.8%	-130.3	-2.2	5756.8%	
中煤能源	114.8	59.4	93.4%	-28.3	-16.6	70.4%	-26.2	-59.3	-55.8%	
新集能源	7.8	12.6	-38.3%	-12.9	-6.4	103.7%	5.4	-5.7	-193.5%	
淮河能源	3.1	3.7	-14.6%	-3.0	-0.9	224.4%	-5.9	-1.8	229.0%	
动力煤合计	644.3	392.7	64.1%	-269.9	-221.4	21.9%	-332.5	-201.4	65.1%	
无烟煤	兰花科创	0.9	0.9	0.4%	3.1	2.6	17.1%	-6.9	-9.2	-24.7%
	华阳股份	5.7	20.2	-72.0%	-7.5	-9.8	-23.2%	4.7	-28.5	-116.6%
	昊华能源	11.9	4.5	163.8%	-2.2	-3.7	39.2%	-8.8	-8.7	1.2%
无烟煤合计	18.5	25.7	-27.9%	-6.7	-10.8	-38.5%	-11.0	-46.4	-76.3%	
炼焦煤	冀中能源	8.3	1.6	434.4%	-2.1	-4.4	-52.1%	-19.0	-28.8	-34.0%
	山西焦煤	30.3	-1.7	-1879.2%	-1.9	-2.4	-21.5%	-8.3	-5.0	65.8%
	盘江股份	0.9	1.9	-56.3%	-11.3	-11.7	-3.0%	13.4	2.2	518.5%
	开滦股份	3.5	2.2	56.8%	0.1	-0.4	-113.2%	-3.5	-2.6	37.7%
	平煤股份	18.7	28.7	-34.9%	0.0	-11.5	-99.7%	-57.3	-53.3	7.5%
	淮北矿业	37.8	47.7	-20.9%	-4.4	-11.9	-63.1%	-41.4	-37.6	10.1%
	潞安环能	44.2	30.5	-45.0%	0.1	10.3	-99.2%	-58.8	-109.4	-46.3%
永泰能源	19.2	19.0	-1.2%	-3.7	-2.4	53.4%	-16.2	-19.1	-15.2%	
炼焦煤合计	162.8	129.9	25.3%	-23.2	-34.3	-32.2%	-191.1	-253.5	-24.6%	
煤炭板块合计	825.6	548.2	50.6%	-299.8	-266.4	12.5%	-534.6	-501.3	6.6%	

资料来源: wind, 民生证券研究院

3.5 资产负债率: 资本结构同比改善

板块资本结构同比改善, 24H1 资产负债率同比下降 0.8pct、较 2023 年末上升 1.2pct 至 45.9%。其中, 动力煤板块资产负债率同环比-0.5/+1.5pct 至 43.4%, 负债水平为子板块中最低; 无烟煤板块资产负债率同环比-1.7/-0.7pct 至 52.1%; 炼焦煤板块资产负债率同环比-2.7/-1.1pct 至 51.9%。

表8: 24H1 煤炭板块资产负债率情况

子行业	证券简称	资产负债率				
		24H1	23H1	2023	同比(pct)	环比(pct)
动力煤	甘肃能化	44.5%	48.4%	46.7%	-3.9	-2.2
	晋控煤业	33.5%	45.4%	35.3%	-11.9	-1.8
	电投能源	28.8%	31.5%	29.3%	-2.7	-0.5
	郑州煤电	78.9%	79.5%	78.9%	-0.5	0.1

	兖矿能源	65.6%	61.8%	66.6%	3.8	-1.0
	安源煤业	96.1%	94.1%	95.5%	2.1	0.7
	大有能源	68.3%	64.3%	64.7%	4.0	3.6
	上海能源	35.9%	35.3%	36.7%	0.6	-0.9
	山煤国际	51.6%	53.0%	49.5%	-1.4	2.1
	恒源煤电	40.0%	42.4%	40.3%	-2.3	-0.3
	中国神华	29.8%	31.8%	24.1%	-2.0	5.7
	陕西煤业	35.4%	39.7%	36.0%	-4.3	-0.6
	中煤能源	48.0%	49.9%	47.7%	-1.9	0.3
	新集能源	60.0%	59.5%	59.2%	0.6	0.9
	淮河能源	46.2%	36.2%	47.5%	10.0	-1.3
动力煤合计		43.4%	44.0%	41.9%	-0.5	1.5
无烟煤	兰花科创	48.9%	50.5%	46.1%	-1.6	2.8
	华阳股份	53.7%	54.7%	55.1%	-1.0	-1.4
	昊华能源	48.7%	52.4%	51.4%	-3.7	-2.6
无烟煤合计		51.5%	53.1%	52.1%	-1.7	-0.7
炼焦煤	冀中能源	53.1%	51.6%	51.0%	1.5	2.1
	山西焦煤	45.4%	52.1%	48.5%	-6.7	-3.1
	盘江股份	69.6%	60.8%	64.5%	8.9	5.1
	开滦股份	45.0%	45.9%	45.9%	-0.9	-0.9
	平煤股份	60.3%	64.6%	62.5%	-4.4	-2.3
	淮北矿业	49.2%	54.1%	52.2%	-4.9	-3.1
	潞安环能	40.8%	45.7%	43.0%	-4.9	-2.2
	永泰能源	51.3%	52.9%	52.2%	-1.6	-0.9
炼焦煤合计		50.8%	53.4%	51.9%	-2.7	-1.1
煤炭板块合计		45.9%	46.7%	44.7%	-0.8	1.2

资料来源: wind, 民生证券研究院

3.6 ROE: 同比有所下降

24H1, 中信煤炭板块 ROE 同比下降 2.56 个百分点至 6.32%, 其中权益乘数同比下降 0.03 至 5.38, 资产周转率同比下降 3.83 个百分点至 24.85%, 销售净利润率下降 2.72 个百分点至 14.51%。

表9: 24H1 煤炭行业杜邦分析

杜邦分析	24H1	23H1	22H1
净资产收益率(ROE)(%)	6.32	8.88	13.65
同比增长率 (pct)	-2.56	-4.77	5.85
因素分解:			
销售净利率	14.51	17.23	21.82
权益乘数	5.38	5.35	5.93
资产周转率	24.85	28.68	32.79

原始数据

利润表			
净利润	976.67	1,296.46	1,779.43
利润总额	1,237.87	1,640.72	2,212.38
营业总收入	6,730.92	7,524.80	8,154.29
归母净利润	763.20	1,045.03	1,457.84
资产负债表			
期末总资产	27,468.88	26,623.30	25,509.69
期初总资产	26,718.58	26,012.19	24,232.44
期末归属母公司股东权益	12,080.57	11,696.46	11,015.21
期初归属母公司股东权益	12,081.98	11,892.33	10,348.00

资料来源: wind, 民生证券研究院

4 投资建议

短期煤价持稳运行, 非电旺季到来有望进入上行通道。我们认为, 当前时点动力煤“至暗时刻”已过, 水电高增速挤压不再, 火电需求仍然坚挺, 短期供需两弱下港口现货货源紧缺对煤价有支撑, 9月非电需求边际好转煤价有望进入上行通道。

推荐标的: 我们推荐以下投资主线: 1) 煤化一体、兼具成长的低估值龙头, 建议关注中煤能源。2) 行业龙头业绩稳健, 建议关注陕西煤业和中国神华。3) 强 α 属性公司, 建议关注晋控煤业和山煤国际。4) 煤电一体, 中长期成长可期, 建议关注新集能源。

表10: 煤炭行业推荐标的

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601898	中煤能源	13.25	1.47	1.44	1.52	9	9	9	推荐
601225	陕西煤业	22.80	2.19	2.27	2.43	10	10	9	推荐
601088	中国神华	38.04	3.00	3.12	3.29	13	12	12	推荐
601001	晋控煤业	13.83	1.97	1.79	1.94	7	8	7	推荐
600546	山煤国际	11.21	2.15	1.43	1.64	5	8	7	推荐
601918	新集能源	7.62	0.81	0.97	1.07	9	8	7	推荐
600123	兰花科创	8.00	1.41	0.95	1.38	6	8	6	推荐
600348	华阳股份	6.90	1.44	0.86	0.96	5	8	7	推荐
601699	潞安环能	13.47	2.65	1.55	1.64	5	9	8	推荐
600188	兖矿能源	13.89	2.01	1.45	1.59	7	10	9	推荐

资料来源: wind, 民生证券研究院预测 (股价为 2024 年 9 月 6 日收盘价)

5 风险提示

1) 经济增速放缓风险:

煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济增速放缓将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

2) 煤价大幅下跌风险:

板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

插图目录

图 1: 秦皇岛动力煤价格 24Q2 震荡偏稳运行.....	3
图 2: 动力煤长协价格 24Q2 平稳运行(元/吨).....	3
图 3: 京唐港主焦煤价格 24Q2 环比下滑.....	3
图 4: 天津港一级冶金焦价格 24Q2 环比下滑.....	3
图 5: 基金煤炭持仓相对较低.....	4

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 重点标的基金持仓占比变化情况.....	4
表 2: 24H1 营业收入同比下降, 24Q2 营业收入同比下降、环比下降.....	5
表 3: 24H1 归母净利润同比下降, 24Q2 归母净利润同比下降、环比下降.....	6
表 4: 24H1 煤炭板块期间费用同比增长、费率同比下降.....	7
表 5: 24Q2 煤炭板块期间费用同环比增长、费率同环比下降.....	8
表 6: 24H1 煤炭板块现金流情况.....	9
表 7: 24Q2 煤炭板块现金流情况.....	10
表 8: 24H1 煤炭板块资产负债率情况.....	11
表 9: 24H1 煤炭行业杜邦分析.....	12
表 10: 煤炭行业推荐标的.....	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026