

煤炭开采

2024年11月05日

Q3 业绩环比改善，煤炭双逻辑四主线布局

——行业深度报告

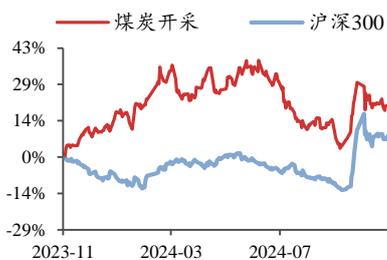
投资评级：看好（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤企向合理且可持续高盈利转型，煤炭价值仍凸显—2024 中报综述》

-2024.9.4

《煤炭黄金时代 2.0，向合理且可持续高盈利转型—行业深度报告》

-2024.7.25

《煤价回调是向合理可持续高盈利转型，煤炭仍可期—2023 年报及 2024 一季报综述》

-2024.5.5

● 2024 年前三季度煤炭价格中枢整体下移

分煤种来看，2024 年前三季度秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 866 元/吨，同比-10.6%，Q3 动力煤均价 848 元/吨，环比持平；2024 年前三季度京唐港主焦煤（山西产）均价为 2133 元/吨，同比-2.7%，其中 2024Q3 主焦煤价格持续回落，均价 1894 元/吨，环比-9.5%。

● 2024 年前三季度煤价承压致煤企盈利能力下滑

2024 年前三季度 21 家已披露煤企合计煤炭产量为 8.16 亿吨，同比-0.3%；煤炭销量为 7.79 亿吨，同比-2.1%。28 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等焦化企业），2024 年前三季度合计实现营业收入 9874 亿元，同比-7.4%；合计实现净利润 1558 亿元，同比-18.2%；合计实现归母净利润 1225 亿元，同比-19.7%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度合计实现营业收入 7335 亿元，同比-9.9%；净利润 1020 亿元，同比-24.0%；合计实现归母净利润 764 亿元，同比-26.7%。

● 2024Q3 非经和量增贡献，煤企业绩环比改善

28 家上市煤企 2024Q3 单季合计实现营业收入 3302 亿元，环比 0.9%；归母净利润 405 亿元，环比+2.9%；扣非后归母净利润 400 亿元，环比-7.0%。剔除中国神华后，27 家上市煤企 2024Q3 单季合计实现营业收入 2444 亿元，环比-0.9%；归母净利润 239 亿元，环比-7.0%；扣非后归母净利润 234 亿元，环比-16.8%。总体来看，晋陕蒙煤矿开工率 2024Q3 均值为 82.1%，同比+0.2pct，环比+0.4pct，煤炭开工水平有所提升，煤企供应环比改善和非经营性损益贡献主要盈利增量，在动力煤价格环比持平的情况下，煤企成本上升和炼焦煤价格下滑等因素拖累三季度整体业绩。

● 煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股周期弹性投资逻辑，受宏观政策利多将被强化。当前无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，且空间涨幅均较大，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。**煤炭股高股息投资逻辑，受现实基本面将体现核心价值。**当前经济慢复苏和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置偏好，据我们 2024 年 7 月 25 日发布的《煤炭黄金时代 2.0，向合理且可持续高盈利转型》来看，在 2024 年盈利水平之下多数煤炭公司仍有很高股息率。**煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。**9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；**二是高分红且多分红已成趋势。**2024 年中报发布完毕，7 家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），对比 2023 年无煤企实施中期分红，过去 5 年合计仅 4 家次中期分红，凸显 2024 年央企市值管理改革对央企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，当前已经积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。**三是产业资本入局预示行情底部来临。**2024 年 7 月以来板块回调较大，广汇能源、兖矿能源等相继披露增持方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。**四主线精选煤炭个股将获得超额收益：主线一，周期弹性逻辑：冶金煤弹性受益标的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能、山西焦煤】，动力煤弹性受益标的【广汇能源、兖矿能源、晋控煤业、山煤国际】；主线二，稳健红利逻辑：高股息及潜力受益标的【中国神华、中煤能源、陕西煤业、新集能源】；主线三，破净股（PB<1）修复逻辑：【上海能源（0.74）、永泰能源（0.66）、甘肃能化（0.87）、兰花科创（0.78）】；主线四，民企信用资质修复逻辑：【广汇能源、永泰能源】**

● **风险提示：**经济增长不及预期；新能源替代风险；能源价格大幅下跌等。

目 录

1、 2024 年前三季度综述：煤价中枢下移，煤企业绩同比回落.....	4
1.1、 前三季度动力煤&炼焦煤价格同比下滑，动力煤 Q3 均价环比持平.....	4
1.2、 煤价下滑致业绩走弱，2024 年前三季度上市煤企盈利同比回落.....	5
1.3、 煤炭供应偏紧，2024 年前三季度上市煤企煤炭产销量同比略有下降.....	8
1.4、 上市煤企期间费用率提升，管理费用涨幅较大.....	9
1.5、 2024 年前三季度上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比回落，盈利承压.....	10
1.6、 2024 年前三季度上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加.....	11
1.7、 资产负债率同比小幅回落，经营现金流与偿债能力小幅下降.....	12
2、 2024Q3 综述：非经和量增贡献，煤企业绩环比改善.....	14
2.1、 2024Q3 动力煤价同比回落但环比持平，焦煤价格同环比回落.....	14
2.2、 Q3 非经营性损益贡献，上市煤企整体业绩环比改善.....	14
3、 投资策略：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起.....	18
4、 风险提示.....	19

图表目录

图 1： 2024 年前三季度秦港动力煤均价同比-10.6%.....	4
图 2： 2024Q3 秦港动力煤均价环比持平.....	4
图 3： 2024 年前三季度京唐港主焦煤价同比-2.7%.....	4
图 4： 2024Q3 京唐港主焦煤均价环比-9.5%.....	4
图 5： 2024 前三季度国内日均铁水产量先抑后扬.....	5
图 6： 2024 年前三季度 28 家上市煤企营收同比-7.4%.....	7
图 7： 2024 年前三季度 28 家上市煤企净利润同比-18.2%.....	7
图 8： 2024 年前三季度 28 家上市煤企归母净利润同比-19.7%.....	7
图 9： 2024 年前三季度 28 家上市煤企扣非后归母净利同比-19.4%.....	7
图 10： 2024 年前三季度 27 家上市煤企（剔除神华）营收同比-9.9%.....	8
图 11： 2024 年前三季度 27 家上市煤企（剔除神华）净利润同比-24.0%.....	8
图 12： 2024 年前三季度 27 家上市煤企（剔除神华）归母净利润同比-26.7%.....	8
图 13： 2024 年前三季度 27 家上市煤企（剔除神华）扣非后归母净利同比-26.7%.....	8
图 14： 2024Q3 秦港动力煤价格环比持平.....	14
图 15： 2024Q3 京唐港主焦煤价格环比-9.5%.....	14
图 16： 2024Q3 秦港动力煤价格 848 元/吨，同比下跌 2.1%，环比持平.....	14
图 17： 2024Q3 京唐港主焦煤价格 1894 元/吨，同比下跌 11.0%，环比下跌 9.5%.....	14
图 18： 2024Q3 晋陕蒙三省煤矿开工率环比+0.5pct.....	17
表 1： 2024 年前三季度 28 家上市公司业绩同比回落（单位：百万元）.....	5
表 2： 2024 年前三季度 28 家上市煤企扣非后归母净利同比-19.4%（单位：百万元）.....	6
表 3： 2024 年前三季度 21 家上市公司煤炭产销量同比下降（单位：万吨）.....	8
表 4： 2024 年前三季度 28 家上市煤企期间费用率同比上升.....	9
表 5： 2024 年前三季度 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降（单位：pct）.....	10
表 6： 2024 年前三季度 28 家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比增加.....	11
表 7： 2024 年前三季度 28 家上市煤企资产负债率小幅下滑，经营性现金流和偿债能力小幅下降（单位：百万元）.....	12
表 8： 2024Q3 单季 28 家上市煤企业绩环比改善（百万元）.....	15

表 10: 2024Q3 单季 28 家煤企毛利率环比改善.....	16
表 11: 2024Q3 28 家上市煤企期间费用率环比上升.....	16
表 12: 主要煤炭上市公司盈利与股息率测算.....	19

1、2024 年前三季度综述：煤价中枢下移，煤企业绩同比回落

1.1、前三季度动力煤&炼焦煤价格同比下滑，动力煤 Q3 均价环比持平

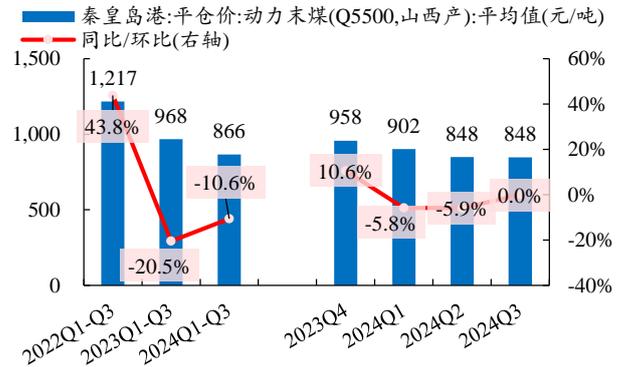
国内供给方面，2024 年一季度受山西减产影响，国内原煤产量有所回落，二季度以来，随着山西煤矿开工率逐渐回升，国内原煤产量显著提高，2024 年前三季度国内原煤产量 34.8 亿吨，同比+1.0%。进口方面，外贸煤具有一定成本优势，进口煤数量仍有稳定增长，煤炭进口市场主要集中在印尼、俄罗斯、蒙古和澳大利亚，同时来自哥伦比亚、菲律宾、美国、加拿大等国的煤炭进口量也同比有所增长，呈现出进口来源国多元化的趋势，2024 年前三季度国内煤炭进口量 3.9 亿吨，同比+11.9%。需求方面，2024 年上半年受到水电挤压，规模以上工业火电发电量降幅扩大，同时钢铁行业总体需求不振，煤炭需求运行偏弱，而 Q3 以来均有所改善，火电增速提高，9 月规模以上工业火电同比增长 8.9%，增速比 8 月份提高 5.2pct；Q3 铁水日均产量 232 万吨，环比+2%。总体来看，2024 年前三季度国内动力煤价格下行后回升企稳，炼焦煤价格震荡下行。分煤种来看，2024 年前三季度秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 866 元/吨，同比-10.6%，Q3 动力煤均价 848 元/吨，环比持平；2024 年前三季度京唐港主焦煤（山西产）均价为 2133 元/吨，同比-2.7%，其中 2024Q3 主焦煤价格持续回落，均价 1894 元/吨，环比-9.5%。

图1：2024 年前三季度秦港动力煤均价同比-10.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024Q3 秦港动力煤均价环比持平



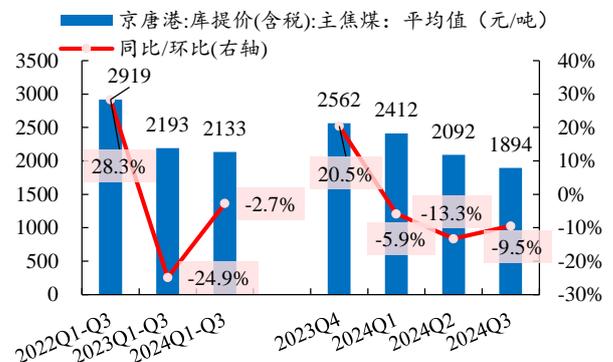
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024 年前三季度京唐港主焦煤价同比-2.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q3 京唐港主焦煤均价环比-9.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 前三季度国内日均铁水产量先抑后扬


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、煤价下滑致业绩走弱，2024 年前三季度上市煤企盈利同比回落

煤价下滑致上市煤企业绩走弱。28 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等焦化企业），2024 年前三季度合计实现营业收入 9874 亿元，同比-7.4%；合计实现净利润 1558 亿元，同比-18.2%；合计实现归母净利润 1225 亿元，同比-19.7%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司 2024 年前三季度合计实现营业收入 7335 亿元，同比-9.9%；净利润 1020 亿元，同比-24.0%；合计实现归母净利润 764 亿元，同比-26.7%。

表1：2024 年前三季度 28 家上市公司业绩同比回落（单位：百万元）

公司名称	营业收入			净利润			归母净利润		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比
甘肃能化	8,606	7,801	-9.3%	1,565	1,033	-34.0%	1,560	1,032	-33.8%
神火股份	28,629	28,314	-1.1%	4,785	4,083	-14.7%	4,103	3,538	-13.8%
冀中能源	20,356	14,726	-27.7%	4,416	1,570	-64.4%	3,916	1,214	-69.0%
山西焦煤	40,697	33,093	-18.7%	6,993	3,569	-49.0%	5,638	2,846	-49.5%
电投能源	19,730	21,810	10.5%	3,916	5,015	28.1%	3,585	4,400	22.7%
郑州煤电	3,131	3,194	2.0%	11	82	625.3%	-98	13	-
兰花科创	9,604	8,419	-12.3%	1,928	551	-71.4%	1,799	707	-60.7%
永泰能源	21,979	22,375	1.8%	1,737	1,813	4.4%	1,624	1,464	-9.9%
兖矿能源	135,038	106,633	-21.0%	20,870	16,591	-20.5%	15,525	11,405	-26.5%
华阳股份	21,651	18,602	-14.1%	4,856	2,086	-57.1%	4,271	1,819	-57.4%
盘江股份	7,619	6,449	-15.4%	783	50	-93.6%	773	35	-95.4%
安源煤业	4,902	3,846	-21.5%	13	-185	-1489.5%	10	-186	-2005%
大有能源	4,572	3,873	-15.3%	290	-725	-349.8%	199	-786	-494.9%
上海能源	8,498	7,234	-14.9%	1,357	576	-57.6%	1,328	626	-52.9%
山煤国际	28,899	21,965	-24.0%	6,244	3,002	-51.9%	3,982	2,082	-47.7%
恒源煤电	5,967	5,408	-9.4%	1,632	944	-42.1%	1,633	945	-42.2%
开滦股份	17,040	15,589	-8.5%	727	355	-51.2%	990	648	-34.6%
晋控煤业	11,255	11,234	-0.2%	3,046	2,976	-2.3%	2,164	2,151	-0.6%

	营业收入			净利润			归母净利润		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比
中国神华	252,467	253,899	0.6%	56,281	53,788	-4.4%	48,269	46,074	-4.5%
昊华能源	6,120	6,844	11.8%	1,515	1,640	8.2%	1,011	1,119	10.7%
陕西煤业	127,432	125,427	-1.6%	27,362	26,371	-3.6%	16,180	15,943	-1.5%
平煤股份	23,096	23,319	1.0%	3,344	2,208	-34.0%	3,138	2,045	-34.8%
潞安环能	33,013	26,649	-19.3%	8,151	3,443	-57.8%	7,269	2,798	-61.5%
中煤能源	156,209	140,412	-10.1%	21,759	19,018	-12.6%	16,688	14,614	-12.4%
新大洲 A	819	572	-30.2%	-1	-85	-	-61	-78	-
辽宁能源	4,050	3,883	-4.1%	63	59	-5.3%	63	60	-5.6%
淮北矿业	55,538	56,669	2.0%	4,821	3,961	-17.8%	5,058	4,139	-18.2%
新集能源	9,692	9,189	-5.2%	2,120	2,029	-4.3%	1,921	1,824	-5.0%
合计	1,066,609	987,426	-7.4%	190,586	155,818	-18.2%	152,537	122,491	-19.7%
合计(剔除神华)	814,142	733,527	-9.9%	134,305	102,030	-24.0%	104,268	76,417	-26.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比数值，以“—”代替。

2024 年前三季度上市煤企扣非后归母净利同比-19.4%。28 家上市煤企 2024 年前三季度实现扣非后归母净利润 1217 亿元，同比-19.4%；非经常性损益 7.5 亿元，同比-48.7%。2024 年前三季度兖矿能源非经常性损益 3.5 亿元，同比减少 9.2 亿元，主要原因是 2023 年前三季度合并产生的子公司（鲁西矿业和新疆能化）期初至合并日当期净损益 21.5 亿元。2024 年前三季度陕西煤业非经常性损益-4.1 亿元，同比减损 24.1 亿元，主要系股票投资亏损减少；2024 年前三季度冀中能源非经常性损益 0.1 亿元，同比减少 14.9 亿元，主要原因是 2023 年前三季度冀中能源完成金牛化工的股权转让、公开转让邢北煤业全部资产和负债、挂牌转让乾新煤业 72% 股权所致。

表2：2024 年前三季度 28 家上市煤企扣非后归母净利同比-19.4%（单位：百万元）

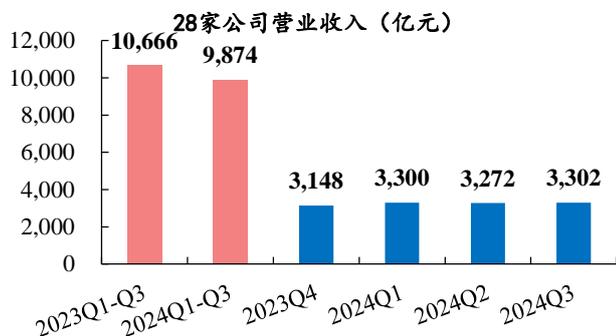
公司 名称	扣非后归母净利润			非经常性损益		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比
甘肃能化	1,557	975	-37.4%	2.4	56.9	2251.3%
神火股份	4,048	3,413	-15.7%	54.9	125.4	128.3%
冀中能源	2,419	1,207	-50.1%	1,497.2	7.5	-99.5%
山西焦煤	5,672	2,763	-51.3%	-34.2	83.3	-
电投能源	3,484	4,284	23.0%	100.4	115.3	14.8%
郑州煤电	-107	-2	-	8.4	14.8	75.3%
兰花科创	1,776	711	-59.9%	22.5	-4.5	-120.0%
永泰能源	1,618	1,396	-13.7%	6.3	67.4	966.2%
兖矿能源	14,249	11,051	-22.4%	1,275.9	354.5	-72.2%
华阳股份	4,237	1,730	-59.2%	34.1	88.9	160.7%
盘江股份	699	-44	-106.3%	73.9	79.3	7.3%
安源煤业	8	-178	-2228.2%	1.4	-7.7	-656.1%
大有能源	-63	-798	-	261.7	12.3	-95.3%
上海能源	1,319	609	-53.8%	9.6	16.3	69.9%
山煤国际	4,058	2,186	-46.1%	-76.1	-104.5	-
恒源煤电	1,621	957	-41.0%	12.7	-11.9	-193.7%

公司名称	扣非后归母净利润			非经常性损益		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比
开滦股份	976	631	-35.4%	13.9	17.4	24.6%
晋控煤业	2,121	2,139	0.9%	43.8	11.7	-73.4%
中国神华	47,811	46,034	-3.7%	458.0	40.0	-91.3%
昊华能源	971	1,103	13.6%	39.5	16.4	-58.4%
陕西煤业	18,996	16,349	-13.9%	-2,816.4	-405.4	-
平煤股份	3,028	2,048	-32.4%	110.0	-2.8	-102.6%
潞安环能	7,242	2,821	-61.1%	27.2	-22.3	-182.1%
中煤能源	16,569	14,425	-12.9%	119.3	188.9	58.3%
新大洲A	-54	-68	-	-7.8	-10.4	-
辽宁能源	33	131	302.6%	30.8	-71.2	-331.5%
淮北矿业	4,887	4,081	-16.5%	171.1	58.6	-65.7%
新集能源	1,897	1,787	-5.8%	23.8	37.2	56.5%
合计	151,073	121,740	-19.4%	1,464	751	-48.7%
合计（剔除中国神华）	103,262	75,706	-26.7%	1,006.4	711	-29.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

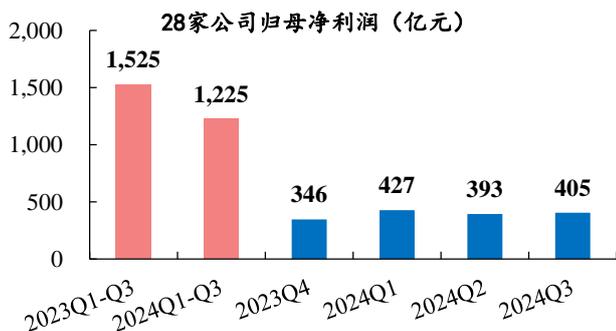
备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比数值，以“-”代替。

图6：2024年前三季度 28家上市煤企营收同比-7.4%



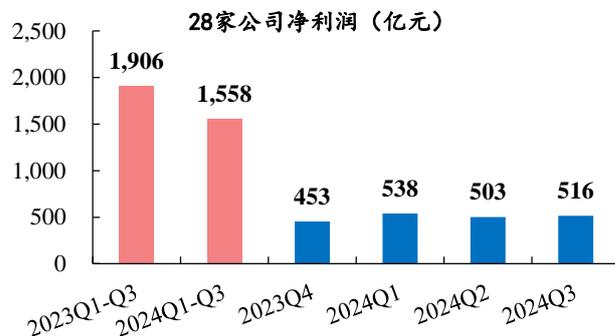
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年前三季度 28上市煤企归母净利润同比-19.7%



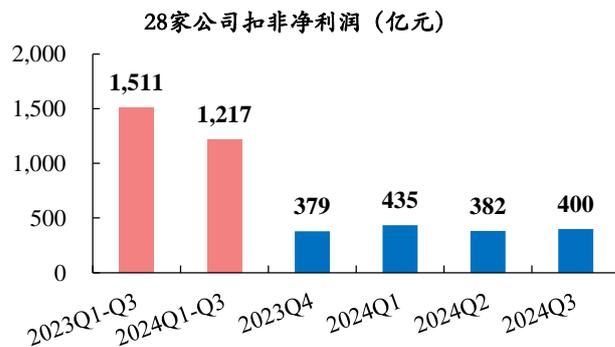
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年前三季度 28家上市煤企净利润同比-18.2%



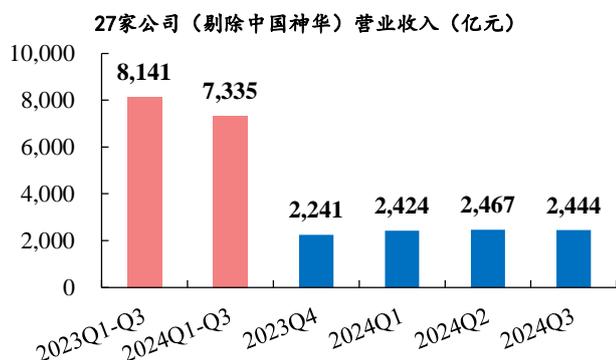
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年前三季度 28上市煤企扣非后归母净利润同比-19.4%



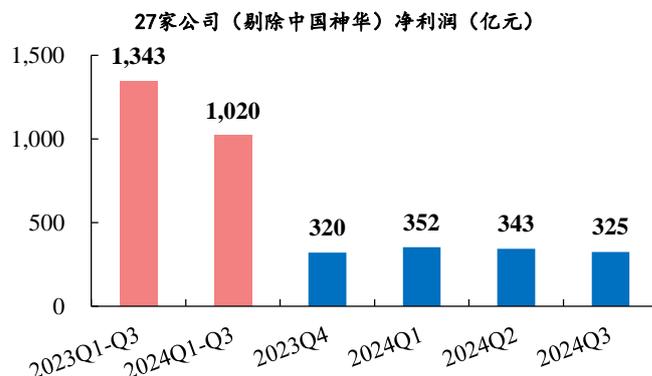
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 2024 年前三季度 27 家上市煤企 (剔除神华) 营收同比-9.9%



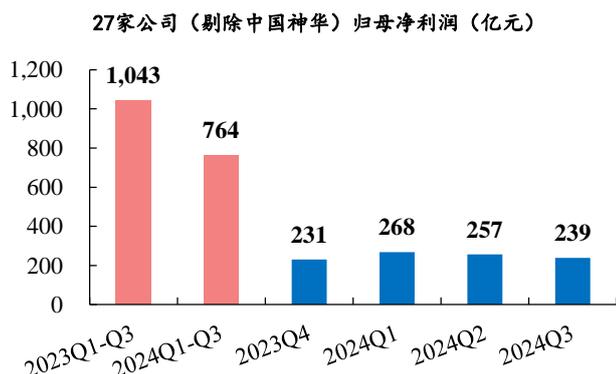
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2024 年前三季度 27 家上市煤企 (剔除神华) 净利润同比-24.0%



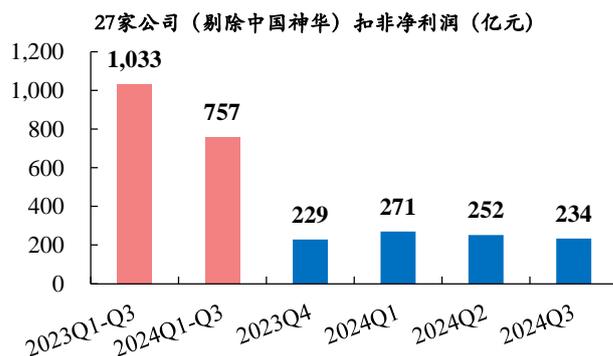
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2024 年前三季度 27 家上市煤企 (剔除神华) 归母净利润同比-26.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2024 年前三季度 27 家上市煤企 (剔除神华) 扣非后归母净利润同比-26.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、煤炭供应偏紧，2024 年前三季度上市煤企煤炭产销量同比略有下降

受安监影响，2024 年前三季度上市煤企煤炭产销量同比略有下降。从已披露的 21 家上市煤企来看，2024 前三季度合计煤炭产量为 8.16 亿吨，同比-0.3%；煤炭销量为 7.79 亿吨，同比-2.1%。剔除中国神华，20 家上市煤企 2024 年前三季度煤炭产量为 5.72 亿吨，同比-0.8%；煤炭销量为 5.34 亿吨，同比-3.4%。

表3: 2024 年前三季度 21 家上市公司煤炭产销量同比下降 (单位: 万吨)

公司名称	产量			销量		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比
兰花科创	1,000	1,050	4.9%	898	887	-1.2%
永泰能源	1,202	1,216	1.2%	1,203	1,212	0.7%
兖矿能源	9,730	10,581	8.7%	9,917	10,134	2.2%

公司名称	产量			销量		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比
华阳股份	3,488	2,874	-17.6%	3,161	2,658	-15.9%
盘江股份	923	691	-25.1%	950	592	-37.7%
安源煤业	128	123	-4.0%	108	96	-10.7%
大有能源	194	253	30.0%	217	248	14.0%
上海能源	489	470	-3.8%	491	456	-7.0%
山煤国际	3,014	2,450	-18.7%	2,695	1,882	-30.2%
开滦股份	360	392	8.8%	259	275	6.0%
晋控煤业	2,541	2,579	1.5%	2,214	2,207	-0.3%
中国神华	24,198	24,440	1.0%	24,272	24,490	0.9%
昊华能源	1,277	1,405	10.0%	1,278	1,406	10.0%
陕西煤业	12,427	12,777	2.8%	12,306	12,598	5.1%
平煤股份	2,307	2,106	-8.7%	2,049	1,713	-16.4%
潞安环能	4,462	4,247	-4.8%	4,041	3,807	-5.8%
中煤能源	10,120	10,231	1.1%	9,968	10,038	0.7%
新大洲 A	215	161	-25.0%	182	166	-3.8%
辽宁能源	450	447	-0.6%	437	432	-1.3%
淮北矿业	1,675	1,567	-6.4%	1,380	1,188	-13.9%
新集能源	1,660	1,558	-6.2%	1,523	1,379	-9.5%
合计	81,858	81,618	-0.3%	79,548	77,864	-2.1%
合计（剔除中国神华）	57,660	57,178	-0.8%	55,277	53,374	-3.4%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

备注：三季报仅有 21 家公司披露产销经营数据

1.4、上市煤企期间费用率提升，管理费用涨幅较大

从绝对值来看，2024 年前三季度 28 家上市煤企期间费用为 614 亿元，同比-0.5%，其中销售费用 73 亿元，同比-8.9%；管理费用 430 亿元，同比+2.4%；财务费用 111 亿元，同比-5.3%。从相对值来看，2024 年前三季度 28 家上市煤企期间费用率为 6.1%，同比+0.4 pct，其中销售费用率 0.7%，同比-0.01pct；管理费用率 4.3%，同比+0.4pct；财务费用率 1.1%，同比+0.03pct。

表4：2024 年前三季度 28 家上市煤企期间费用率同比上升

公司名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2024Q1-Q3	同比(pct)	2024Q1-Q3	同比(pct)	2024Q1-Q3	同比(pct)	2024Q1-Q3	同比(pct)
甘肃能化	14.1%	2.2	1.0%	0.1	11.9%	2.7	1.2%	(0.6)
神火股份	5.8%	0.6	0.9%	(0.2)	4.4%	0.6	0.5%	0.2
冀中能源	17.0%	4.3	0.8%	0.2	13.2%	3.3	3.1%	0.8
山西焦煤	12.9%	2.3	0.9%	0.3	10.6%	2.1	1.3%	-0.1
电投能源	3.6%	0.2	0.2%	0.0	2.5%	0.1	0.8%	0.1
郑州煤电	22.0%	0.1	1.6%	-0.1	15.7%	0.2	4.7%	-0.1
兰花科创	12.4%	0.7	0.9%	0.1	9.6%	-0.2	2.0%	0.8
永泰能源	11.5%	-1.5	0.4%	0.1	4.6%	-0.5	6.5%	-1.1
兖矿能源	12.8%	2.9	3.0%	0.2	7.2%	1.9	2.6%	0.7

公司名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2024Q1-Q3	同比(pct)	2024Q1-Q3	同比(pct)	2024Q1-Q3	同比(pct)	2024Q1-Q3	同比(pct)
华阳股份	10.6%	3.0	0.5%	0.0	8.3%	2.5	1.8%	0.5
盘江股份	22.4%	7.8	0.3%	0.0	18.6%	5.4	3.6%	2.4
安源煤业	7.6%	1.2	0.8%	0.2	3.5%	0.9	3.3%	0.1
大有能源	23.9%	-3.2	2.3%	0.2	16.7%	-3.5	5.0%	0.0
上海能源	8.5%	2.4	0.3%	0.1	7.5%	2.3	0.7%	0.1
山煤国际	8.9%	2.5	1.5%	0.1	6.6%	2.1	0.8%	0.2
恒源煤电	16.7%	1.6	0.9%	0.0	15.4%	1.7	0.4%	-0.1
开滦股份	7.5%	1.1	1.0%	0.1	5.8%	0.8	0.7%	0.2
晋控煤业	5.1%	-0.8	0.7%	0.0	4.0%	-0.3	0.4%	-0.6
中国神华	3.6%	0.1	0.1%	0.0	3.4%	0.1	0.1%	-0.1
昊华能源	10.7%	-2.7	1.6%	-0.1	6.6%	-0.9	2.5%	-1.7
陕西煤业	4.9%	0.1	0.5%	-0.1	4.6%	0.0	-0.1%	0.2
平煤股份	11.3%	1.9	0.7%	-0.1	6.6%	2.1	4.1%	-0.2
潞安环能	12.2%	2.4	0.4%	0.0	11.5%	2.2	0.3%	0.3
中煤能源	4.6%	0.2	0.5%	0.0	2.8%	0.3	1.3%	-0.1
新大洲 A	31.8%	9.3	2.2%	0.1	23.8%	6.8	5.9%	2.5
辽宁能源	10.9%	0.3	0.8%	0.0	7.6%	0.7	2.5%	-0.4
淮北矿业	8.7%	-0.5	0.3%	0.0	7.6%	-0.2	0.7%	-0.3
新集能源	10.3%	0.9	0.5%	0.1	5.7%	0.9	4.1%	-0.1
平均费用率	6.1%	0.4	0.7%	-0.01	4.3%	0.4	1.1%	0.03
平均费用率 (剔除中国神华)	7.2%	0.7	0.9%	0.00	4.8%	0.6	1.5%	0.1

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.5、2024 年前三季度上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比回落，盈利承压

2024 年前三季度上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比均有所下降。从销售毛利率来看，28 家上市煤企 2024 年前三季度加权平均值 31.0%，同比-2.0pct；从销售净利率来看，28 家上市煤企 2024 年前三季度加权平均值为 15.8%，同比-2.1pct；从 ROE 来看，28 家上市煤企 2024 年前三季度加权平均值为 10.1%，同比-3.3pct。

表5：2024 年前三季度 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降（单位：pct）

公司名称	毛利率			净利率			ROE		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比(pct)	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比(pct)	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比(pct)
甘肃能化	35.8%	32.7%	-3.19	18.2%	13.2%	-4.95	11.5%	6.2%	-5.24
神火股份	27.2%	24.5%	-2.71	16.7%	14.4%	-2.29	24.2%	17.1%	-7.14
冀中能源	33.8%	35.9%	2.09	21.7%	10.7%	-11.03	18.3%	5.5%	-12.83
山西焦煤	39.1%	31.9%	-7.21	17.2%	10.8%	-6.40	16.1%	7.7%	-8.45
电投能源	33.0%	36.5%	3.40	19.8%	23.0%	3.15	13.4%	13.6%	0.22
郑州煤电	29.2%	26.5%	-2.69	0.4%	2.6%	2.21	-6.1%	0.8%	6.94
兰花科创	43.6%	29.5%	-14.06	20.1%	6.5%	-13.53	11.3%	4.3%	-6.99
永泰能源	27.6%	25.9%	-1.69	7.9%	8.1%	0.20	3.6%	3.1%	-0.49

公司 名称	毛利率			净利率			ROE		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比(pct)	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比(pct)	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比(pct)
兖矿能源	33.2%	34.6%	1.42	15.5%	15.6%	0.10	19.6%	14.8%	-4.78
华阳股份	45.0%	33.1%	-11.90	22.4%	11.2%	-11.22	15.7%	6.2%	-9.51
盘江股份	31.3%	25.4%	-5.91	10.3%	0.8%	-9.51	6.6%	0.3%	-6.28
安源煤业	7.7%	4.1%	-3.64	0.3%	-4.8%	-5.09	1.7%	-46.3%	-47.92
大有能源	27.3%	13.3%	-13.95	6.3%	-18.7%	-25.05	2.6%	-12.3%	-14.97
上海能源	30.9%	22.9%	-7.94	16.0%	8.0%	-8.01	10.5%	4.9%	-5.64
山煤国际	41.2%	34.7%	-6.51	21.6%	13.7%	-7.94	26.0%	12.9%	-13.12
恒源煤电	49.4%	38.8%	-10.65	27.3%	17.5%	-9.89	13.6%	7.5%	-6.07
开滦股份	14.7%	12.7%	-2.03	4.3%	2.3%	-1.99	7.0%	4.6%	-2.46
晋控煤业	46.3%	46.0%	-0.26	27.1%	26.5%	-0.57	14.1%	12.3%	-1.83
中国神华	35.1%	33.7%	-1.45	22.3%	21.2%	-1.11	12.2%	11.2%	-1.02
昊华能源	52.1%	48.0%	-4.04	24.8%	24.0%	-0.80	9.3%	9.6%	0.34
陕西煤业	37.3%	34.8%	-2.51	21.5%	21.0%	-0.45	17.1%	17.3%	0.18
平煤股份	30.9%	27.3%	-3.60	14.5%	9.5%	-5.01	13.5%	7.5%	-5.98
潞安环能	49.9%	40.7%	-9.22	24.7%	12.9%	-11.77	14.9%	5.9%	-9.02
中煤能源	24.3%	25.2%	0.89	13.9%	13.5%	-0.39	12.2%	10.0%	-2.22
新大洲 A	41.9%	33.2%	-8.66	-0.1%	-14.8%	-14.73	-17.8%	-23.5%	-5.71
辽宁能源	19.7%	21.2%	1.50	1.5%	1.5%	-0.02	1.2%	1.1%	-0.06
淮北矿业	20.1%	17.6%	-2.50	8.7%	7.0%	-1.69	14.4%	10.5%	-3.98
新集能源	40.5%	41.9%	1.45	21.9%	22.1%	0.21	15.5%	12.8%	-2.73
加权平均	33.0%	31.0%	-2.0	17.9%	15.8%	-2.1	13.4%	10.1%	-3.3
加权平均 (剔除中国神华)	32.4%	30.1%	-2.3	16.5%	13.9%	-2.6	14.1%	9.6%	-4.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6、2024 年前三季度上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加

2024 年前三季度上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加。应收账款方面，2024 年前三季度 28 家上市煤企应收账款周转天数平均为 25.0 天，同比+10.2%；平均存货周转天数 23.6 天，同比+5.1%，2024 年前三季度煤炭上市企业资金周转效率较 2023 年前三季度略有下降。

表6：2024 年前三季度 28 家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比增加

公司 名称	应收账款周转天数（天）			存货周转天数（天）		
	2023Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比
甘肃能化	21.7	32.7	51.0%	50.4	64.3	27.4%
神火股份	6.8	8.1	19.5%	37.0	37.6	1.6%
冀中能源	45.1	58.7	30.2%	26.4	39.7	50.4%
山西焦煤	21.3	22.5	5.8%	26.5	26.6	0.3%
电投能源	24.9	26.4	5.9%	40.5	36.5	-10.0%
郑州煤电	88.0	93.6	6.4%	18.7	16.0	-14.3%

公司 名称	应收账款周转天数 (天)			存货周转天数 (天)		
	2023Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2023Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比
兰花科创	3.2	5.7	76.5%	31.8	37.1	16.7%
永泰能源	37.7	38.1	1.0%	15.5	13.1	-15.1%
兖矿能源	14.5	17.2	19.1%	24.5	32.7	33.6%
华阳股份	23.5	28.2	20.1%	18.7	18.7	0.3%
盘江股份	15.2	23.6	55.2%	18.2	28.5	56.2%
安源煤业	34.5	57.2	65.7%	4.4	4.2	-5.0%
大有能源	46.2	53.3	15.6%	17.7	15.3	-13.4%
上海能源	13.8	13.1	-5.7%	19.9	18.5	-7.1%
山煤国际	10.5	5.0	-52.2%	14.1	12.9	-8.4%
恒源煤电	5.5	5.1	-6.9%	36.3	28.0	-22.8%
开滦股份	18.0	18.3	1.3%	21.8	23.1	5.8%
晋控煤业	22.1	7.6	-65.5%	14.8	17.2	16.2%
中国神华	12.8	13.2	3.0%	22.1	19.4	-12.1%
昊华能源	1.9	1.6	-16.9%	11.1	15.4	38.9%
陕西煤业	6.3	6.6	3.8%	14.3	14.5	1.2%
平煤股份	36.2	35.6	-1.9%	8.4	8.7	4.3%
潞安环能	27.8	38.9	39.8%	20.5	19.5	-4.8%
中煤能源	15.4	15.5	0.5%	26.9	29.5	9.9%
新大洲 A	5.8	0.5	-91.2%	37.0	29.2	-21.1%
辽宁能源	36.7	33.0	-10.0%	12.0	15.0	25.4%
淮北矿业	9.5	12.3	30.2%	19.9	21.4	7.8%
新集能源	29.5	27.7	-6.2%	17.9	16.6	-7.1%
算数平均	22.7	25.0	10.2%	22.4	23.6	5.1%
算术平均 (剔除中国神华)	23.0	25.4	10.4%	22.4	23.7	5.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.7、资产负债率同比小幅回落，经营现金流与偿债能力小幅下降

2024 年前三季度上市煤企资产负债率同比小幅回落，经营现金流与偿债能力小幅下降。2024 年前三季度 28 家上市煤企经营性现金流合计为 2241 亿元，同比减少 109 亿元，降幅为 4.6%；资产负债率平均为 44.2%，同比-1.8pct；现金流动负债比率 32.9%，同比-0.8pct。剔除中国神华，27 家上市煤企经营性现金流为 1406 亿元，同比减少 197 亿元，降幅为 12.3%；资产负债率平均为 50.7%，同比-2.2pct；现金流动负债比率为 24.0%，同比-2.6pct。综合来看，上市煤企资产负债率同比小幅下降，经营性现金流较 2023 年前三季度小幅减少。

表7：2024 年前三季度 28 家上市煤企资产负债率小幅下滑，经营性现金流和偿债能力小幅下降（单位：百万元）

公司 名称	经营性现金流			资产负债率			现金流动负债比率		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比 (%)	2023Q3	2024Q3	同比 (pct)	2023Q3	2024 Q3	同比 (pct)
甘肃能化	1,947	817	-58.0%	47.5%	45.5%	-2.0	30.8%	14.2%	-16.6
神火股份	7,042	6,355	-9.8%	63.1%	53.4%	-9.7	21.5%	25.3%	3.8
冀中能源	1,771	2,063	16.4%	52.5%	52.5%	0.0	9.0%	10.4%	1.4

公司 名称	经营性现金流			资产负债率			现金流动负债比率		
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比 (%)	2023Q3	2024Q3	同比 (pct)	2023Q3	2024 Q3	同比 (pct)
山西焦煤	8,915	2,574	-71.1%	49.7%	46.0%	-3.6	35.4%	12.4%	-23.0
电投能源	5,473	6,928	26.6%	33.4%	28.3%	-5.1	71.8%	105.1%	33.3
郑州煤电	148	331	124.6%	79.8%	79.2%	-0.6	1.5%	3.3%	1.7
兰花科创	2,683	1,658	-38.2%	49.5%	48.8%	-0.7	26.8%	17.9%	-9.0
永泰能源	4,908	4,811	-2.0%	51.4%	51.2%	-0.2	24.6%	21.5%	-3.1
兖矿能源	19,007	18,228	-4.1%	69.5%	64.2%	-5.3	15.8%	15.1%	-0.7
华阳股份	4,302	1,862	-56.7%	54.5%	54.4%	-0.1	20.8%	9.0%	-11.8
盘江股份	1,232	(124)	-110.1%	61.4%	70.8%	9.4	13.8%	-1.0%	-14.8
安源煤业	110	474	330.1%	94.7%	97.2%	2.5	1.4%	7.0%	5.6
大有能源	987	309	-68.7%	62.9%	68.9%	6.0	8.7%	2.7%	-6.0
上海能源	903	830	-8.1%	34.5%	36.1%	1.7	24.4%	24.2%	-0.2
山煤国际	5,007	3,592	-28.3%	50.7%	53.2%	2.6	31.6%	31.2%	-0.4
恒源煤电	2,728	1,311	-51.9%	41.0%	38.7%	-2.3	43.6%	24.8%	-18.8
开滦股份	819	676	-17.4%	47.6%	44.3%	-3.4	7.9%	6.4%	-1.5
晋控煤业	4,867	3,664	-24.7%	37.5%	30.0%	-7.4	48.5%	42.1%	-6.3
中国神华	74,720	83,504	11.8%	24.7%	24.1%	-0.6	79.1%	87.1%	7.9
昊华能源	3,061	3,474	13.5%	52.3%	48.8%	-3.5	77.4%	62.8%	-14.5
陕西煤业	28,470	34,737	22.0%	38.2%	34.3%	-4.0	55.4%	79.9%	24.5
平煤股份	6,903	5,998	-13.1%	64.6%	58.6%	-6.0	22.5%	23.1%	0.6
潞安环能	9,282	3,733	-59.8%	44.3%	47.2%	2.8	28.8%	10.3%	-18.5
中煤能源	28,355	25,757	-9.2%	47.8%	47.1%	-0.7	30.5%	26.4%	-4.0
新大洲 A	102	49	-52.5%	65.3%	60.4%	-5.0	6.7%	4.0%	-2.7
辽宁能源	510	190	-62.8%	59.7%	59.1%	-0.5	7.3%	2.9%	-4.4
淮北矿业	7,437	7,789	4.7%	52.6%	48.1%	-4.6	28.3%	28.3%	0.0
新集能源	3,369	2,544	-24.5%	58.4%	60.4%	2.1	34.8%	26.5%	-8.3
合计/加权平均	235,059	224,134	-4.6%	46.1%	44.2%	-1.8	33.7%	32.9%	-0.8
合计/加权平均 (剔除中国神华)	160,339	140,630	-12.3%	52.9%	50.7%	-2.2	26.6%	24.0%	-2.6

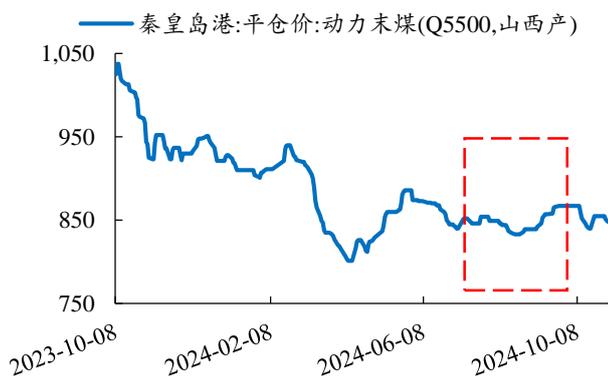
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、2024Q3 综述：非经和量增贡献，煤企业绩环比改善

2.1、2024Q3 动力煤价同比回落但环比持平，焦煤价格同环比回落

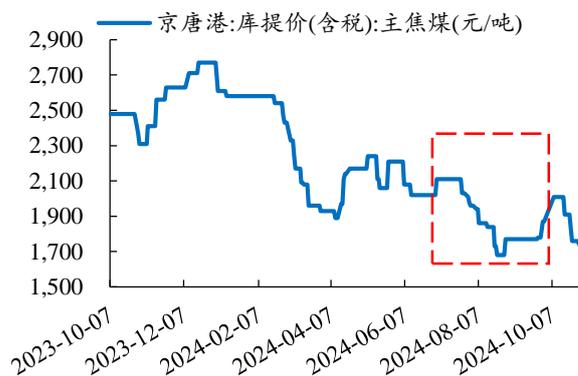
2024Q3 动力煤价同比回落但环比持平，焦煤价格同环比回落。分煤种以及均价水平来看，2024Q3 秦皇岛港山西产 Q5500 平仓均价为 848 元/吨，同比-2.1%，环比持平；2024Q3 京唐港主焦煤（山西产）均价为 1894 元/吨，同比-11.0%，环比-9.5%。整体来看，2024Q3 动力煤价格同比下跌、环比持平，炼焦煤价格同环比均下跌。

图14：2024Q3 秦港动力煤价格环比持平



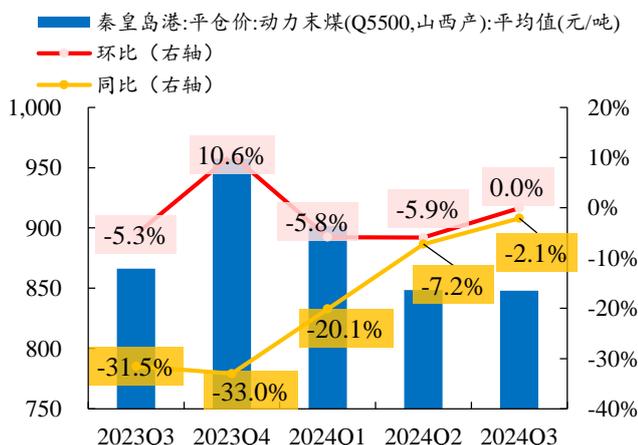
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024Q3 京唐港主焦煤价格环比-9.5%



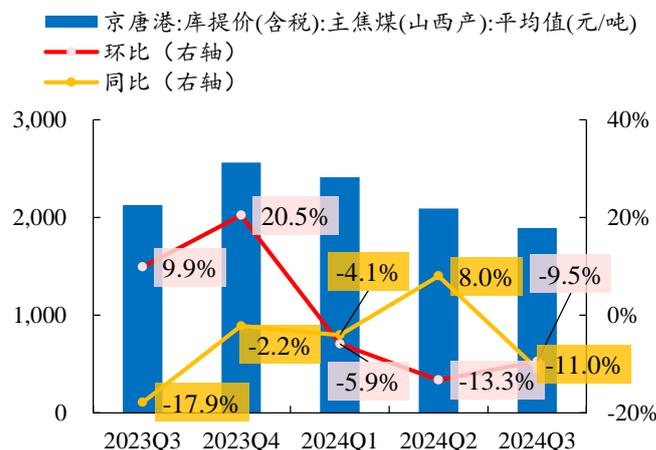
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024Q3 秦港动力煤价格 848 元/吨，同比下跌 2.1%，环比持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2024Q3 京唐港主焦煤价格 1894 元/吨，同比下跌 11.0%，环比下跌 9.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、Q3 非经营性损益贡献，上市煤企整体业绩环比改善

2024Q3 非经营性损益贡献，单季上市煤企整体业绩环比改善。28 家上市煤企 2024Q3 单季合计实现营业收入 3302 亿元，环比 0.9%；归母净利润 405 亿元，环比 +2.9%；扣非后归母净利润 400 亿元，环比-7.0%。28 家上市煤企整体业绩改善，其中非经常性损益贡献较多，因此扣非后归母净利润有所下滑。剔除中国神华后，27

家上市煤企 2024Q3 单季合计实现营业收入 2444 亿元，环比-0.9%；归母净利润 239 亿元，环比-7.0%；扣非后归母净利润 234 亿元，环比-16.8%。27 家上市煤企业绩环比下行，主要原因为营收下滑叠加成本上升。总体来看，晋陕蒙煤矿开工率 2024Q3 均值为 82.1%，同比+0.3pct，环比+0.5pct，煤炭开工水平有所提升，煤企供应环比有所改善，非经营性损益贡献主要盈利增量，在动力煤价格环比持平的情况下，煤企成本上升和炼焦煤价格下滑等因素拖累三季度整体业绩。

表8：2024Q3 单季 28 家上市煤企业绩环比改善（百万元）

公司 名称	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2024Q2	2024Q3	环比	2024Q2	2024Q3	环比	2024Q2	2024Q3	环比
甘肃能化	2,803	2,176	-22.3%	361	134	-62.7%	275	127	-53.7%
神火股份	9,998	10,093	1.0%	1,194	1,254	5.1%	1,306	1,256	-3.8%
冀中能源	4,778	4,615	-3.4%	293	213	-27.5%	544	207	-62.0%
山西焦煤	11,018	11,523	4.6%	1,016	880	-13.4%	1,125	883	-21.5%
电投能源	6,782	7,683	13.3%	1,000	1,455	45.6%	958	1,405	46.7%
郑州煤电	1,024	1,032	0.8%	-23	3	-	-140	-15	-
兰花科创	3,215	2,942	-8.5%	417	155	-62.8%	439	157	-64.2%
永泰能源	7,191	7,863	9.3%	723	274	-62.0%	613	284	-53.6%
兖矿能源	32,678	34,321	5.0%	3,812	3,837	0.7%	4,200	3,752	-10.7%
华阳股份	6,041	6,403	6.0%	432	520	20.5%	1,245	515	-58.7%
盘江股份	2,097	2,403	14.6%	16	-2	-113.1%	142	1	-99.0%
安源煤业	1,515	1,185	-21.8%	-8	-81	-	-42	-80	-
大有能源	1,191	1,273	7.0%	-220	-296	-	-282	-312	-
上海能源	2,535	2,379	-6.1%	169	154	-8.8%	144	139	-3.1%
山煤国际	7,701	7,908	2.7%	707	791	11.8%	945	806	-14.7%
恒源煤电	1,842	1,515	-17.8%	327	186	-43.1%	511	187	-63.4%
开滦股份	5,284	4,934	-6.6%	272	166	-39.1%	204	163	-20.1%
晋控煤业	3,721	3,855	3.6%	656	714	8.9%	778	715	-8.1%
中国神华	80,431	85,821	6.7%	13,620	16,570	21.7%	14,841	16,553	11.5%
昊华能源	2,322	2,109	-9.2%	407	260	-36.0%	311	232	-25.4%
陕西煤业	44,287	40,690	-8.1%	5,904	5,387	-8.8%	5,364	5,166	-3.7%
平煤股份	8,010	7,065	-11.8%	652	652	0.0%	907	639	-29.5%
潞安环能	8,995	8,995	0.0%	939	572	-39.1%	1,974	572	-71.0%
中煤能源	47,589	47,428	-0.3%	4,818	4,826	0.2%	4,818	4,769	-1.0%
新大洲 A	198	168	-15.3%	-10	-51	-	-35	-48	-
辽宁能源	1,082	1,226	13.3%	-71	48	-	-212	66	-
淮北矿业	19,914	19,433	-2.4%	1,346	1,204	-10.5%	1,448	1,193	-17.6%
新集能源	2,927	3,204	9.5%	578	649	12.2%	610	649	6.4%
合计	327,170	330,242	0.9%	39,326	40,476	2.9%	42,992	39,985	-7.0%
合计（剔除神华）	246,739	244,421	-0.9%	25,706	23,906	-7.0%	28,151	23,432	-16.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比数值，以“—”代替。

表10: 2024Q3 单季 28 家煤企毛利率环比改善

公司名称	营收			营业成本			毛利率		
	2024Q2	2024Q3	环比	2024Q2	2024Q3	环比	2024Q2	2024Q3	环比(pct)
甘肃能化	2803	2176	-22.3%	1,937	1528	-21.1%	31%	30%	-1.1
神火股份	9998	10093	1.0%	7,448	7611	2.2%	26%	25%	-0.9
冀中能源	4778	4615	-3.4%	3,116	3116	0.0%	35%	32%	-2.3
山西焦煤	11018	11523	4.6%	7,264	7687	5.8%	34%	33%	-0.8
电投能源	6782	7683	13.3%	4,684	5091	8.7%	31%	34%	2.8
郑州煤电	1024	1032	0.8%	779	746	-4.2%	24%	28%	3.8
兰花科创	3215	2942	-8.5%	2,120	2211	4.3%	34%	25%	-9.2
永泰能源	7191	7863	9.3%	5,063	6065	19.8%	30%	23%	-6.7
兖矿能源	32678	34321	5.0%	20,494	21228	3.6%	37%	38%	0.9
华阳股份	6041	6403	6.0%	4,121	4149	0.7%	32%	35%	3.4
盘江股份	2097	2403	14.6%	1,573	1831	16.4%	25%	24%	-1.2
安源煤业	1515	1185	-21.8%	1,409	1154	-18.1%	7%	3%	-4.4
大有能源	1191	1273	7.0%	924	1130	22.3%	22%	11%	-11.1
上海能源	2535	2379	-6.1%	1,997	1906	-4.6%	21%	20%	-1.3
山煤国际	7701	7908	2.7%	5,000	5061	1.2%	35%	36%	0.9
恒源煤电	1842	1515	-17.8%	1,128	1054	-6.6%	39%	30%	-8.3
开滦股份	5284	4934	-6.6%	4,548	4358	-4.2%	14%	12%	-2.3
晋控煤业	3721	3855	3.6%	2,064	2006	-2.9%	45%	48%	3.5
中国神华	80431	85821	6.7%	54,655	55554	1.6%	32%	35%	3.2
昊华能源	2322	2109	-9.2%	1,149	1225	6.6%	51%	42%	-8.6
陕西煤业	44287	40690	-8.1%	28,663	26966	-5.9%	35%	34%	-1.6
平煤股份	8010	7065	-11.8%	5,945	4979	-16.2%	26%	30%	3.7
潞安环能	8995	8995	0.0%	5,145	5670	10.2%	43%	37%	-5.8
中煤能源	47589	47428	-0.3%	35,675	36266	1.7%	25%	24%	-1.5
新大洲 A	198	168	-15.3%	104	142	36.7%	47%	15%	-32.2
辽宁能源	1082	1226	13.3%	905	885	-2.3%	16%	28%	11.5
淮北矿业	19914	19433	-2.4%	16,458	16171	-1.7%	17%	17%	-0.6
新集能源	2927	3204	9.5%	1,713	1846	7.7%	41%	42%	0.9
合计	327170	330242	0.9%	226082	227635	0.7%	30.9%	31.1%	0.2
合计 (剔除神华)	246739	244421	-0.9%	171427	172081	0.4%	30.5%	29.6%	-0.9

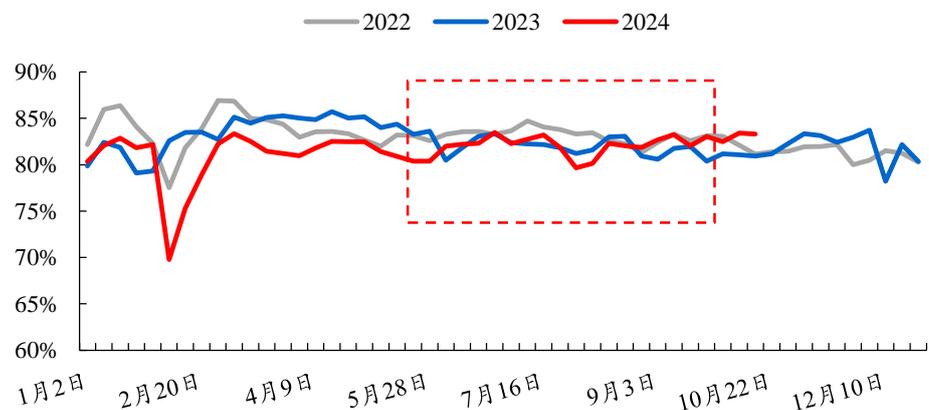
数据来源: Wind、开源证券研究所

表11: 2024Q3 28 家上市煤企期间费用率环比上升

公司名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2024Q3	环比(pct)	2024Q3	环比(pct)	2024Q3	环比(pct)	2024Q3	环比(pct)
甘肃能化	13.7%	4.3	1.1%	0.2	11.0%	3.9	1.6%	0.2
神火股份	3.0%	-0.5	1.0%	0.7	2.0%	0.2	0.0%	-1.4
冀中能源	12.4%	0.4	0.9%	0.2	8.6%	0.9	2.9%	-0.7
山西焦煤	11.3%	1.2	1.4%	0.7	8.7%	0.8	1.1%	-0.3

公司名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2024Q3	环比(pct)	2024Q3	环比(pct)	2024Q3	环比(pct)	2024Q3	环比(pct)
电投能源	3.7%	-0.1	0.2%	0.0	2.5%	-0.1	0.9%	0.1
郑州煤电	27.2%	8.3	1.7%	0.0	20.7%	8.3	4.9%	0.0
兰花科创	13.1%	1.2	0.8%	0.0	10.0%	0.3	2.2%	0.8
永泰能源	11.7%	0.6	0.4%	0.0	5.5%	1.7	5.8%	-1.1
兖矿能源	12.1%	-0.6	3.6%	0.6	5.9%	-0.4	2.6%	-0.8
华阳股份	8.6%	0.1	0.6%	0.1	6.5%	0.7	1.4%	-0.8
盘江股份	18.5%	0.9	0.2%	-0.1	14.3%	0.6	3.9%	0.3
安源煤业	8.6%	2.6	1.1%	0.4	4.0%	1.1	3.5%	1.1
大有能源	20.6%	-1.3	2.3%	0.0	12.3%	-2.2	6.0%	0.8
上海能源	8.6%	0.1	0.3%	-0.1	7.6%	0.1	0.7%	0.0
山煤国际	7.1%	-0.6	1.3%	-0.5	5.4%	0.7	0.5%	-0.7
恒源煤电	11.6%	2.7	1.2%	0.4	9.7%	1.9	0.7%	0.5
开滦股份	4.9%	-0.5	1.1%	0.1	3.5%	-0.1	0.3%	-0.6
晋控煤业	4.7%	0.3	0.8%	0.0	3.4%	-0.1	0.6%	0.3
中国神华	2.9%	-0.1	0.1%	0.0	2.6%	-0.3	0.1%	0.1
昊华能源	9.6%	-2.8	1.5%	-0.3	7.0%	0.5	1.0%	-3.0
陕西煤业	5.3%	0.9	0.6%	0.2	4.8%	0.7	-0.1%	0.0
平煤股份	8.2%	-0.4	0.7%	0.1	3.6%	-0.8	3.8%	0.3
潞安环能	10.2%	1.5	0.6%	0.3	9.6%	1.4	0.0%	-0.2
中煤能源	4.1%	-0.1	0.6%	0.0	2.3%	-0.1	1.3%	0.0
新大洲 A	33.3%	-2.3	2.6%	0.8	19.6%	-10.6	11.1%	7.5
辽宁能源	11.2%	-2.3	0.9%	-0.1	7.9%	-1.6	2.5%	-0.6
淮北矿业	5.5%	-0.8	0.3%	0.0	4.5%	-0.7	0.6%	-0.1
新集能源	9.6%	-1.5	0.5%	0.0	5.3%	-1.1	3.8%	-0.4
平均费用率	6.4%	0.1	0.8%	0.1	4.5%	0.1	1.1%	-0.2
平均费用率 (剔除中国神华)	7.6%	0.2	1.1%	0.2	5.1%	0.3	1.4%	-0.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2024Q3 晋陕蒙三省煤矿开工率环比+0.5pct


数据来源：CCTD、开源证券研究所

3、投资策略：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股周期弹性投资逻辑，受宏观政策利多将被强化。当前无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，且空间涨幅均较大，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。**煤炭股高股息投资逻辑，受现实基本面将体现核心价值。**当前经济慢复苏和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置偏好，据我们 2024 年 7 月 25 日发布的《煤炭黄金时代 2.0，向合理且可持续高盈利转型》来看，在 2024 年盈利水平之下多数煤炭公司仍有很高股息率。**煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。**9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；**二是高分红且多分红已成趋势。**2024 年中报发布完毕，7 家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），对比 2023 年无煤企实施中期分红、过去 5 年合计仅 4 家次中期分红，凸显 2024 年央企市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，当前已经积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。**三是产业资本入局预示行情底部来临。**2024 年 7 月以来板块回调较大，广汇能源、兖矿能源等相继披露增持方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。**四主线精选煤炭个股将获得超额收益：主线一，周期弹性逻辑：冶金煤弹性受益标的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能、山西焦煤】，动力煤弹性受益标的【广汇能源、兖矿能源、晋控煤业、山煤国际】；主线二，稳健红利逻辑：高股息及潜力受益标的【中国神华、中煤能源、陕西煤业、新集能源】；主线三，破净股（PB<1）修复逻辑：【上海能源（0.74）、永泰能源（0.66）、甘肃能化（0.87）、兰花科创（0.78）】；主线四，民企信用资质修复逻辑：【广汇能源、永泰能源】。**

表12：主要煤炭上市公司盈利与股息率测算

上市公司	股价（元）	归母净利润（亿元）		PE		PB	分红比例		股息率	评级
	2024/11/04	2023A	2024E	2023A	2024E	2024/11/04	2024E	2024E		
中国神华	40.75	596.94	590.55	13.56	13.72	1.95	75.2%	5.4%	买入	
潞安环能	14.74	79.22	33.99	5.57	12.93	0.94	60.0%	4.7%	买入	
盘江股份	5.56	7.32	1.22	16.30	92.67	1.08	82.1%	0.9%	买入	
山西焦煤	8.27	67.71	38.67	6.93	12.16	1.28	67.1%	5.5%	买入	
平煤股份	10.31	40.03	26.30	6.04	9.73	1.04	60.6%	6.3%	买入	
山煤国际	13.59	42.60	30.76	6.32	8.77	1.62	60.0%	6.9%	买入	
神火股份	18.85	59.05	48.66	7.18	8.73	1.96	30.5%	3.6%	买入	
淮北矿业	15.80	62.25	54.27	6.30	7.82	1.02	42.6%	5.5%	买入	
兖矿能源	15.70	201.40	154.75	5.80	7.55	2.59	70.0%	9.4%	买入	
电投能源	21.49	45.60	61.06	10.56	7.90	1.42	35.5%	4.6%	买入	
晋控煤业	15.30	33.01	33.94	7.76	7.54	1.42	40.1%	5.3%	买入	
广汇能源	8.02	51.73	44.04	10.18	11.97	2.00	0.7元/股	8.9%	买入	
甘肃能化	2.71	17.38	14.37	8.35	10.04	0.87	30.8%	3.0%	买入	
中煤能源	13.17	195.34	196.19	8.94	8.90	1.19	45.0%	5.1%	买入	
兰花科创	8.48	20.98	9.35	6.00	13.46	0.78	53.1%	4.0%	买入	
华阳股份	7.60	51.79	27.11	5.29	10.13	1.00	50.0%	5.0%	买入	
昊华能源	8.62	10.40	15.22	11.94	8.13	1.03	48.5%	6.0%	买入	
永泰能源	1.40	22.66	20.13	13.73	15.56	0.66	5.4%	0.3%	增持	
新集能源	8.21	21.09	25.11	10.08	8.46	1.41	18.4%	2.2%	买入	
陕西煤业	25.23	212.39	217.83	11.52	11.25	2.61	64.9%	5.8%	未评级	
冀中能源	5.97	49.44	24.79	4.27	14.04	1.00	68.3%	4.9%	未评级	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表中已评级标的盈利及估值数据来自开源证券研究所预测，未评级标的盈利预测和估值均来自于Wind一致预期。

4、风险提示

- **经济恢复不及预期风险。**当前国内经济总体处于爬坡修复的状态，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn