

煤炭开采洗选

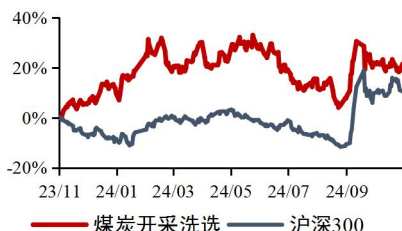
煤炭行业 2024 年三季报综述 领先大市-A(维持)

一体化及规模化公司盈利仍强，煤炭红利仍然可期

2024 年 11 月 19 日

行业研究/行业分析

煤炭开采洗选板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证煤炭开采洗选】上市公司产销好于行业，关注非电需求回升-【山证煤炭】煤炭行业 2024 年中报综述： 2024.9.19

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

投资要点：

➢ **行业基本面观察：供应增速放缓，价格中枢企稳回升。**供给端，受应峰度夏保供要求及矿山企业安全形势好转等影响，三季度国内煤炭产量提高，部分回补了前半年的欠量。进口方面，国际煤炭贸易流向以需求、利润为主导，我国煤炭进口继续增长。需求端，火电维持增长，非电端的煤炭需求较差，是煤炭供需错配的主要原因。但 Q3 及 10 月份以来，宏观利好政策持续落地，财政、金融政策带动地产产业链经营环境边际改善，预计非电端煤炭需求或将有所恢复。综合影响下，前三季动力煤、焦煤价格中枢整体回落，但相对仍处于历史较好景气周期，随着供给趋稳，需求增长预期，预计价格中枢仍将维持较好水平。

➢ **报表总结：板块营收、归母净利润回落，但 Q3 环比改善。**2024Q1-3 申万煤炭开采 30 家上市公司合计营业总收入 10242 亿元，同比-6.80%，实现合计归母净利润 1215.80 亿元，同比变化-19.86%；Q3 实现营收 3427 亿元，同、环比变化-2.90%、+1.19%；Q3 实现归母净利润 399.70 亿元，同、环比-9.74%，+2.44%。

➢ **指标排名：Q3 营收及利润回落为主，一体化及规模化企业业绩表现较好。**受前三季度吨煤售价下滑影响，煤炭行业毛利率和净利率有所下降，煤炭板块上市公司前三季度业绩同、环比均有所降低。从总营收来看，前三季度增速为正且排名前五的公司分别为淮河能源、苏能股份、昊华能源、电投能源和郑州煤电。归母净利润方面，淮河能源、电投能源、昊华能源增幅为正，主要为受益于产业链一体化优势，尤其是煤价回调火电盈利回升填补了部分煤炭板块的利润损失。Q4 进入迎风度冬，叠加宏观经济改善预期，预计煤炭价格波动回升，板块上市公司利润或将环比恢复。

➢ **投资策略：价格中枢回升，关注四季度业绩表现。**供给回归正常，需求仍有预期，叠加外贸煤不确定性增强，国内煤炭价格维持一定高位的大背景下，煤炭板块盈利预计仍将维持高景气。随着回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具的不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。弹性高股息品种方面，相对更看好【广汇能源】、【平煤股份】、【兖矿能源】、【恒源煤电】、【昊华能源】、【淮北矿业】、【晋控煤业】。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。山西煤企频繁扩储，按单吨成交资源价款推算市值水平远高于当前市值，前期减产利空出尽，相关企业估值具备较大修复空间，建议关注【华阳股份】、【潞安环能】、【山西焦煤】。



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

目录

1. 行业基本面观察：供应增速放缓，价格中枢企稳回升.....	5
1.1 国内供给：内产增速放缓，新疆及非主产地产量明显回落.....	5
1.2 煤炭进口：内外贸价差缩小，进口煤增速继续回落.....	6
1.3 煤炭需求：非电端拉低煤炭需求，9月地产投资边际改善.....	8
1.4 煤炭价格：Q3 价格中枢回落，但 10 月以来有所回升.....	10
2. 报表总结：Q3 营收、净利润减少，盈利质量指标有所回调.....	12
2.1 2024 年 Q3 归母净利环比改善.....	12
2.2 负债表继续修复，资产质量指标仍较好.....	13
3. 指标排名：Q3 营收及利润回落为主，一体化企业及规模化企业业绩表现较好.....	14
4. 投资策略：景气维持，煤炭红利仍然可期.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

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

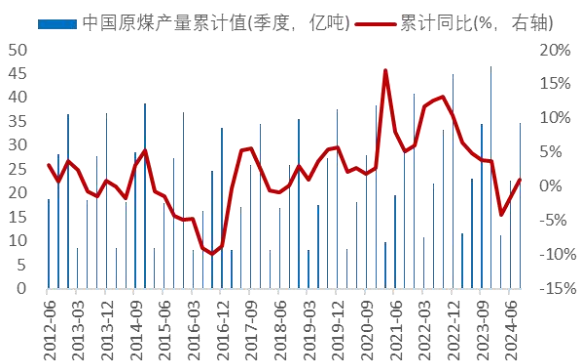
图 10: 分国别炼焦煤进口量（当月值，万吨）	8
图 11: 2024 年 1-9 月火电产量及同比增速	9
图 12: 2024 年 1-9 月水泥产量及同比增速	9
图 13: 2024 年 1-9 月焦炭产量及同比增速	9
图 14: 2024 年 1-9 月生铁产量及同比增速	9
图 15: 山西优混 Q5500 市场价表现	10
图 16: 山西优混 Q5500 市场价季度均值变化	10
图 17: 京唐港炼焦煤价格走势	11
图 18: 炼焦煤季度均价变化	11
图 19: 焦炭价格中枢季度变化	11
图 20: 焦化企业模拟利润变化	11
图 21: 2015-2024Q3 煤炭板块整体销售毛利率与净利率	13
图 22: 2011-2024Q3 煤炭上市公司应收账款及应收票据占营业收入比重（%）	13
图 23: 2011-2024Q3 板块经营净现金/归母净利润	13
图 24: 2011-2024Q3 煤炭开采板块上市公司资产负债率	14
表 1: 2024 年 1-9 月分省份煤炭产量、增速及增量贡献率	6
表 2: 煤炭板块利润表（30 家煤炭公司统计）（单位：亿元，%）	12
表 3: 2024Q3 单季煤炭板块上市公司营业收入、净利润及增速排名（单位：亿元，%）	15
表 4: 2024Q1-3 煤炭板块上市公司营业收入、净利润及增速排名（单位：亿元，%）	16

1. 行业基本面观察：供应增速放缓，价格中枢企稳回升

1.1 国内供给：内产增速放缓，新疆及非主产地产量明显回落

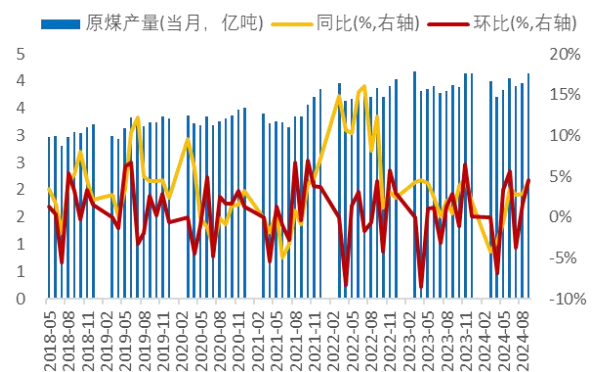
供给先低后高，三季度产量有所恢复。2024年上半年受山西煤炭行业“三超”及隐蔽工作面专项治理等影响，国内煤炭产量增速放缓，但受应峰度夏保供要求及矿山企业安全形势好转等影响，三季度国内煤炭产量提高，部分回补了前半年的欠量。1-9月全国煤炭产量累计实现34.76亿吨，较去年同比+0.98%。其中：Q1、Q2、Q3单季产量分别实现1.11亿吨、1.16亿吨、1.20亿吨，分别同比变化-4.12%、+0.34%、+4.22%；Q3单季产量回补Q1的欠量。Q3单日平均产量为1306万吨，同比增加53万吨/天，达到历史最高水平。

图1：国内煤炭产量季度累计值及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

图2：国内煤炭产量当月及同比、环比



资料来源：wind，山西证券研究所

山西成为关键变量，新疆增产明显，非主产地继续减量。从结构上看，Q1-3国内煤炭产量排名前五的省份仍为内蒙古、山西、陕西、新疆和贵州五省和自治区，但山西省排名下降一位；五省分别实现原煤产量94950万吨、93366万吨、57333万吨、37099万吨、10562万吨，同比增速分别为+5.70%、-7.96%、1.58%、17.40%、9.11%；五省贡献原煤增量分别为+5119万吨、-8074万吨、+894万吨、+5498万吨、+882万吨，从量和增速上新疆均为煤炭生产主要增量，山西是今年煤炭供给变化的关键变量，上半年明显减量后，Q3实现原煤产量34577万吨，同比实现增长+2.90%。上述五省Q1-3合计煤炭产量293310万吨，占全国原煤产量的84.39%，占比继续提高0.43个百分点。除上述五地区外，其他非煤炭主产地合计煤炭产量54267万吨，减量958万吨，幅度约-1.73%。总体来说，2024年以来产能维持高位，产能利用率是影响产

量的主要因素，同时，由于五省外非主产地产量继续下滑，国内煤炭向西部地区集中的趋势仍在加深。预计受山西复产影响，四季度及全年主产地煤炭产量仍有一定增加；但非主产地受资源禀赋影响，后期产量或将继续收缩。

表 1：2024 年 1-9 月分省份煤炭产量、增速及增量贡献率

省份	2024M1-9产量 (万吨)	2023M1-9产量 (万吨)	增速 (%)	增量 (万吨)	增量贡献 (%)
全国合计	347577	344215	0.98%	3362	100.00%
山西	93366	101440	-7.96%	-8074	-240.15%
内蒙古	94950	89831	5.70%	5119	152.26%
陕西	57333	56439	1.58%	894	26.60%
新疆	37099	31600	17.40%	5499	163.55%
贵州	10562	9680	9.11%	882	26.23%
其他省份	54267	55225	-1.73%	-958	-28.48%

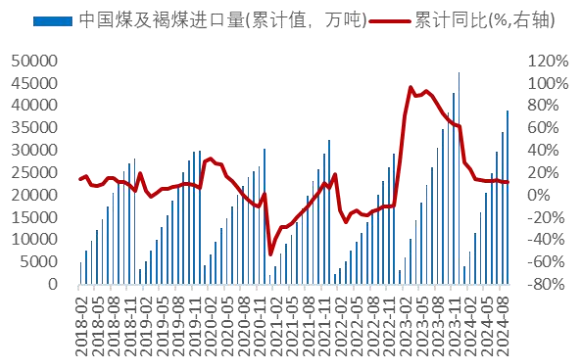
资料来源：wind、山西证券研究所

1.2 煤炭进口：内外贸价差缩小，进口煤增速继续回落

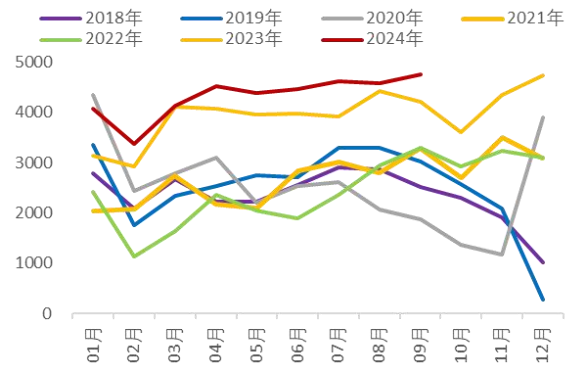
价差持续为正，煤炭进口增速为正。2024 年以来国际能源供应链重构基本稳定，但国际地缘政治危机多发；同时，美元开启降息周期，主要国家和地区经济增速触底，国际能源需求有复苏迹象；虽然上半年欧洲天气偏温和，叠加新能源装机及水电出力增加，对国际煤炭需求形成了一定的挤出效应，但三季度以来，供暖需求开启对国际煤炭需求有所提振。而国际供给方面，国际产能基本维持稳定，供需整体平衡；国际煤炭价格经历 2021、2022 年的大幅波动后，维持相对稳定状态，2024 年 Q3 欧洲三港动力煤均价 113.36 美元/吨，同比-3.8%，环比+2.02%。国际煤炭贸易流向以需求、利润为主导，由于亚太地区煤价相对偏高，我国煤炭进口继续增长。Q1-3 国内煤及褐煤进口量实现 38913 万吨，同比+11.90%，其中 Q3 进口 13964 万吨，同比+11.06%。后期，随着美元继续降息，海外需求或将恢复，叠加冬季新能源及水电出力季节性回落，迎峰度冬需求将至，海外煤价或将有所增长，从而导致我国煤炭进口增速回落。

图 3：2024 年 1-9 月煤炭进口量同比增加

图 4：历年煤及褐煤进口量当月值(万吨)

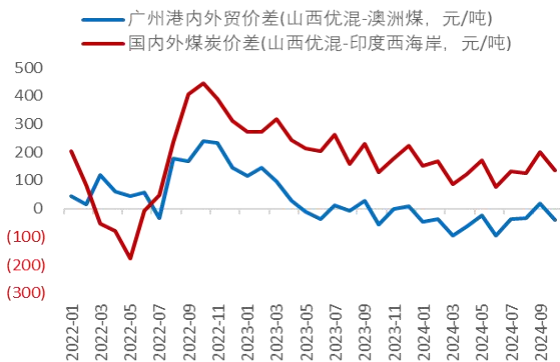


资料来源：wind，山西证券研究所



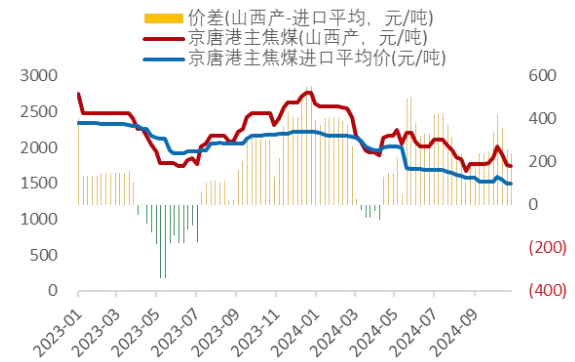
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：动力煤国内外价差及贸易价差



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：京唐港主焦煤价格及内外贸价差

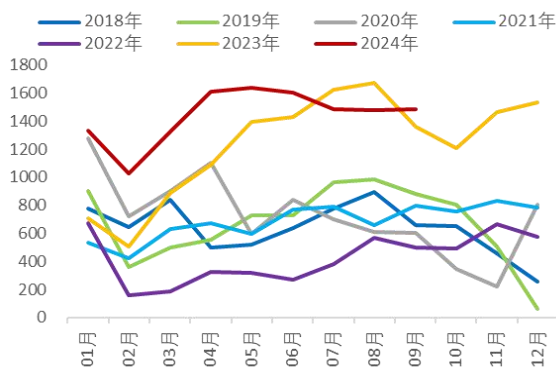


资料来源：wind，山西证券研究所

从煤种来看，炼焦煤进口增量不大；从国别来看，澳煤和俄罗斯煤贡献主要进口增量。从煤种结构上来看，受海内外价差等影响，2024 年以来我国动力煤进口量大幅增加，1-9 月份累计进口动力煤 12984.46 万吨，同比增长 21.53%；随着蒙古国产量增加及澳煤进口恢复，炼焦煤进口量也维持高位，1-9 月份累计 8910.17 万吨，同比增长 22.56%。从进口国别来看，俄煤受制裁、运输受阻和成本增加等影响，叠加俄罗斯政府 3 月开始重新对煤炭出口征收与卢布汇率挂钩的弹性出口关税，俄煤竞争力减弱，中俄煤炭贸易量有所减少，1-9 月累计 6601 万吨，减少 1315 万吨，降幅 16.61%。但因与澳大利亚煤炭贸易恢复及价差影响下澳煤流向转向国内，1-9 月累计进口澳大利亚煤炭 5781.22 万吨，同比增加 2336.16 万吨，由于基数较低，变化幅度

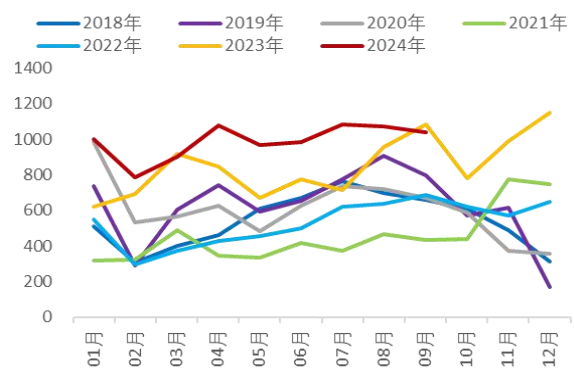
达到+67.81%，是国内煤炭进口增量的主要来源之一；蒙煤受运输条件改善影响有所增加，我国 1-9 月累计进口蒙古煤炭 5863 万吨，同比增加 1157 万吨，变化幅度达到+24.60%；其中进口蒙古炼焦煤 4342 万吨，同比增加+15.22%。随着冬季需求到来，预计海外煤价进一步回落空间不大，国内外贸易价差稳中向下，我国煤炭进口增速或将降低。

图 7：历年动力煤进口量（当月值，万吨）



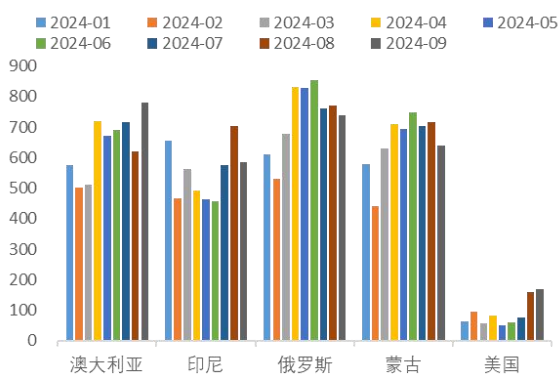
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：历年炼焦煤进口量（当月值，万吨）



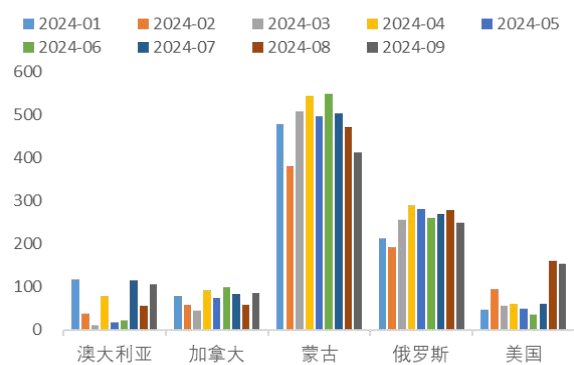
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：分国别煤炭进口量（当月值，万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：分国别炼焦煤进口量（当月值，万吨）



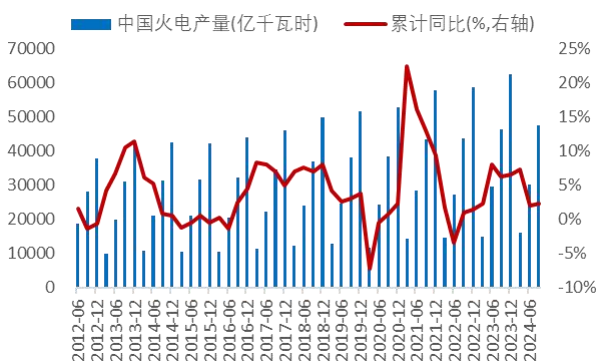
资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 煤炭需求：非电端拉低煤炭需求，9 月地产投资边际改善

2024 年以来火电发电及用电量继续增长。2024 年 1-9 月，我国 GDP（不变价）累计同比

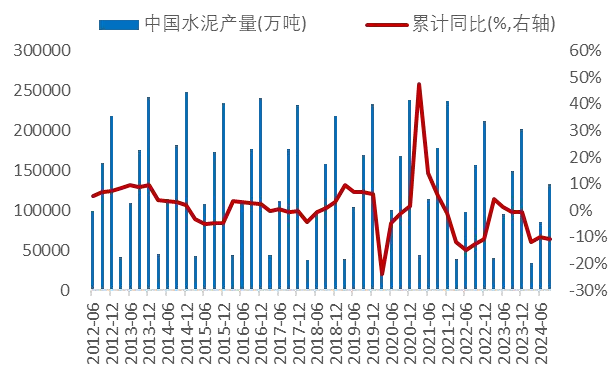
增速 4.8%，经济维持中高速增长；三次产业用电量均有所增长，全社会用电量达到 7.41 万亿千瓦时，同比增长 7.9%，较去年同期高出 2.3 个百分点，保持了较快增速。火电发电量方面，虽然水电发力叠加新能源增长对火电有一定的挤出效应，但用电高增长下，火电仍实现一定的增量。1-9 月累计火电发电量 47439 亿千瓦时，同比增长 2.25%，预计火电需求达峰尚需时日。火电发电量占规模以上发电设备总发电量的比例约 67.23%，同比降低 2.83 个百分点，受水电大发及新能源出力影响，火电占比有所降低，但仍是我国电力市场最主要构成。

图 11：2024 年 1-9 月火电产量及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：2024 年 1-9 月水泥产量及同比增速

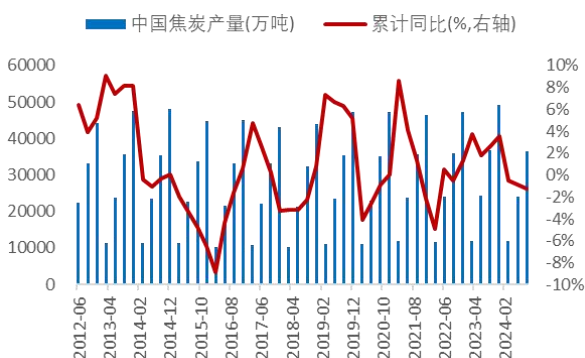


资料来源：wind，山西证券研究所

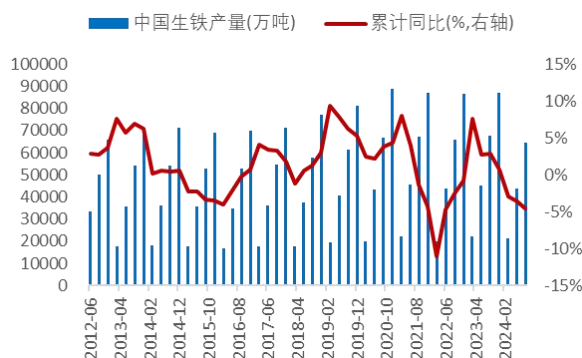
宏观利好政策陆续出台，Q3 非电煤炭需求企稳。2024 年 1-9 月水泥产量实现 13.27 亿吨，同比降 10.70%；同期焦炭产量实现 3.64 亿吨，同比-1.202%；生铁产量实现 6.44 亿吨，同比-4.60%。非电耗煤产业主要产品产量下降，主要受地产产业链筑底影响，非电端产量变化幅度低于煤炭产量增速，即非电端的煤炭需求整体较差，是煤炭供需错配的主要原因。但 Q3 及 10 月份以来，宏观利好政策持续落地，财政、金融政策带动地产产业链经营环境边际改善，预计地产开工将有所增加，非电端煤炭需求或将有所恢复。

图 13：2024 年 1-9 月焦炭产量及同比增速

图 14：2024 年 1-9 月生铁产量及同比增速



资料来源: wind, 山西证券研究所



资料来源: wind, 山西证券研究所

1.4 煤炭价格: Q3 价格中枢回落, 但 10 月以来有所回升

动力煤价格中枢回调, 但均价仍处于相对高位。2024 年 1-9 月山西优混 Q5500 市场均价为 872.22 元/吨, 同比变化-11.29%。主要原因为非电端煤炭需求下滑及进口煤增量影响。分季度来看, 2024 年动力煤价格波动幅度大幅减小, 其中一季度均价为 908 元/吨, 同比-20.2%; 二季度均价为 852 元/吨, 同比变化-8.25%; 三季度均价 852.86 元/吨, 同比变化-2.08%; 10 月以后煤价呈现稳中有涨态势。且当前动力煤均价仍远高于疫情前, Q3 均价相比 2019Q3 仍高出 48.10%, 煤炭行业景气度仍处于较好时期。

图 15: 山西优混 Q5500 市场价表现



资料来源: wind, 山西证券研究所

图 16: 山西优混 Q5500 市场价季度均值变化



资料来源: wind, 山西证券研究所

炼焦煤价格中枢回落, Q3 以来随宏观预期改善有所上涨。2024 年 1-9 月京唐港主焦煤均

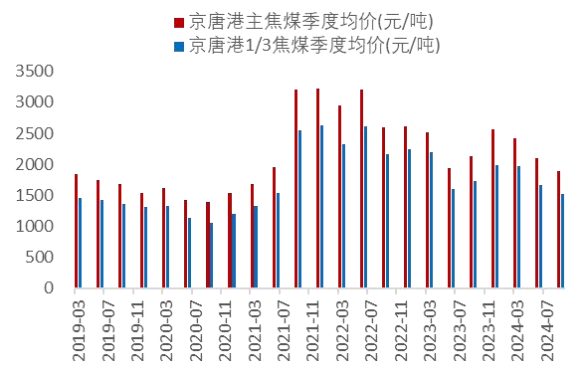
价为 2124 元/吨，同比变化-2.96%；主要受地产表现不佳及进口煤增量影响。分季度来看，炼焦煤均价呈现逐级回落态势，其中京唐港主焦煤库提价一季度均价为 2412 元/吨，同比变化-4.06%；二季度均价为 2092 元/吨，同比变化+8.04%；三季度均价 1894 元/吨，同比变化-10.98%；10 月以来，受系列宏观经济政策出台，基建、地产行业改善预期发酵，且下游盈利能力较差影响开工等因素影响，预计焦煤价格或将企稳回升。

图 17：京唐港炼焦煤价格走势



资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：炼焦煤季度均价变化



资料来源：wind，山西证券研究所

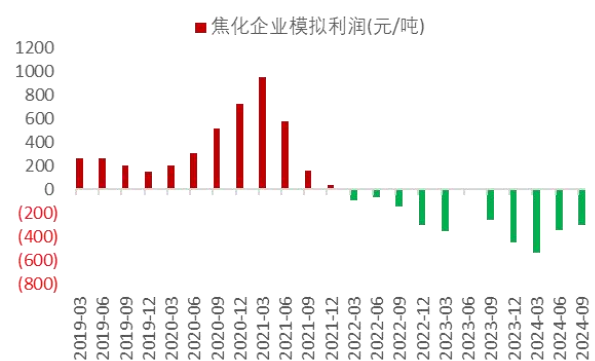
成本逻辑主导，焦炭利润维持偏低水平。2024 年 1-9 月，天津港国产冶金焦平仓价均价为 2096 元/吨，同比变化-13.17%；Q3 山西焦化厂拟合利润为-303.81 元/吨，较去年同期有所降低，焦化利润仍然较差，对焦煤价格难以形成支撑。

图 19：焦炭价格中枢季度变化



资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：焦化企业模拟利润变化



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 报表总结：Q3 营收、净利润减少，盈利质量指标有所回调

2.1 2024 年 Q3 归母净利润环比改善

受煤价回落影响，板块营收、归母净利润回落，但 Q3 环比改善。2024Q1-3 申万煤炭开采 30 家上市公司合计营业总收入 10242 亿元，同比-6.80%，实现合计归母净利润 1215.80 亿元，同比变化-19.86%；分季度来看，受量价同降影响，继 Q1、Q2 经营业绩回落后，Q3 煤炭板块业绩同比仍有所回落。2024 年 Q1、Q2、Q3 分别实现营收 3429、3386、3427 亿元，同比变化-10.25%、-3.79%、-2.90%，Q3 环比 Q2 变化+1.19%；Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 425.93、390.17、399.70 亿元，同比变化-32.25%、-12.45%、-9.74%，Q3 环比变化+2.44%。

表 2：煤炭板块利润表（30 家煤炭公司统计）（单位：亿元，%）

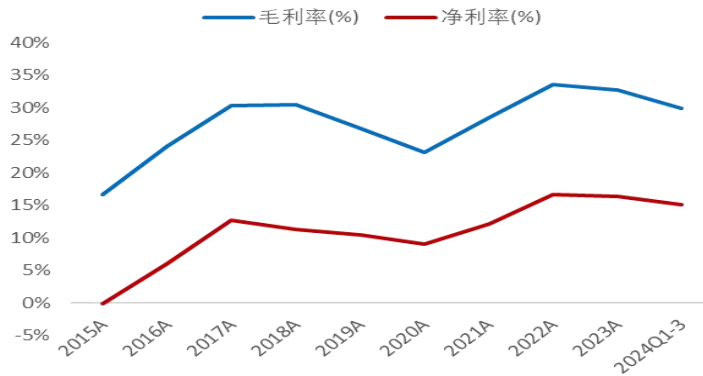
项目	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	Q3oQ3	2023	2024	YoY
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	(%)	Q1-3	Q1-3	(%)
营业总收入	3,820.67	3,519.74	3,528.98	3,287.61	3,428.91	3,386.32	3,426.78	-2.90%	10,988.69	10,242.00	-6.80%
营业总成本	2,912.91	2,817.27	2,864.33	2,696.69	2,773.49	2,803.31	2,827.74	-1.28%	8,704.64	8,404.54	-3.45%
销售毛利率	23.76%	19.96%	18.83%	17.97%	19.11%	17.22%	17.48%	-7.16%	20.79%	17.94%	-13.69%
营业费用	26.17	24.18	28.87	29.43	21.88	23.190	27.69	-4.09%	79.22	72.76	-8.15%
营业费用率	0.68%	0.69%	0.82%	0.90%	0.64%	0.68%	0.81%	-1.46%	0.72%	0.71%	-1.46%
管理费用	128.51	137.57	159.59	199.84	141.31	144.99	149.71	-6.19%	425.67	436.01	2.43%
管理费用率	3.36%	3.91%	4.52%	6.08%	4.12%	4.28%	4.37%	-3.34%	3.87%	4.26%	9.90%
财务费用	37.15	35.62	46.33	43.58	37.17	39.83	35.75	-22.84%	119.10	112.75	-5.33%
财务费用率	0.97%	1.01%	1.31%	1.33%	1.08%	1.18%	1.04%	-20.36%	1.08%	1.10%	1.57%
利润总额	954.54	726.03	711.91	582.12	674.37	633.98	639.22	-10.21%	2,392.48	1,947.57	-18.60%
利润率	24.98%	20.63%	20.17%	17.71%	19.67%	18.72%	18.65%	-7.52%	21.77%	19.02%	-12.66%
所得税	185.23	163.09	150.34	136.92	136.82	134.140	129.34	-13.97%	498.66	400.30	-19.72%
有效税率	4.85%	4.63%	4.26%	4.16%	3.99%	3.96%	3.77%	-11.40%	4.54%	3.91%	-13.87%
归母净利润	628.66	445.63	442.85	337.81	425.93	390.17	399.70	-9.74%	1,517.14	1,215.80	-19.86%
净利润率	16.45%	12.66%	12.55%	10.28%	12.42%	11.52%	11.66%	-7.06%	13.81%	11.87%	-14.02%

资料来源：wind，山西证券研究所

盈利指标也有所下降，但仍处较好时期。从盈利能力来看，行业毛利率在 2020 年触及本轮周期的底部后，在 2021 年回到上升周期，2022 年板块毛利率及净利率达到历史高位，2023 年以来受非电端需求不振及进口煤增量等因素影响，国内煤价回调，板块销售毛利率随之回落，2024Q1-3 板块销售毛利率（整体法）为 29.86%，与 2023 年相比降低 2.93 个百分点，但仍处于 2014 年以来的相对高位；板块销售净利率达到 15.11%，与 2023 年相比降低 1.28 个百分点。



图 21：2015-2024Q3 煤炭板块整体销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

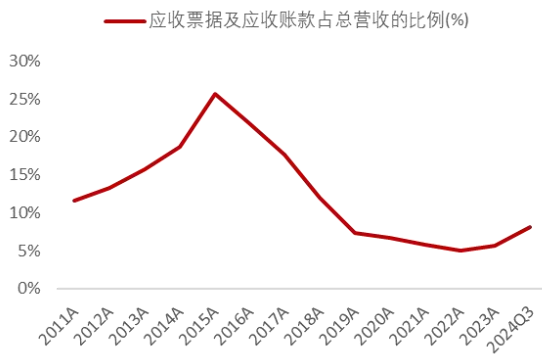
2.2 负债表继续修复，资产质量指标仍较好

2024 年以来煤炭价格回调，但整体仍处于景气区间，煤炭上市公司盈利能力仍较强，且资产质量继续改善。申万煤炭开采板块上市公司 2024 年 Q1-3 合计应收账款及应收票据总额占营业收入的比例为 8.13%，有所上涨，但仍处于较低位置。合计经营现金流量净额与归母净利润的比值为 1.83 倍，较 2023 年年报提高 15.95%。

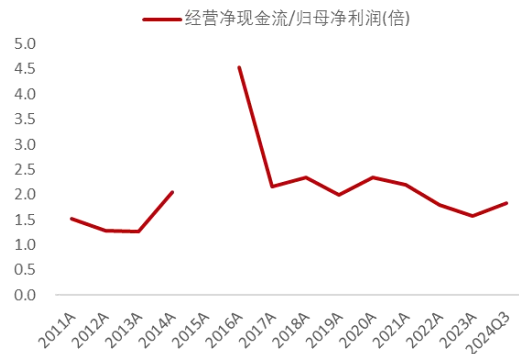
煤炭行业供给侧改革以来资产负债率持续下降的趋势仍在继续。2024 年以来煤炭企业盈利有所下滑，但获现能力仍强，虽受煤炭企业分红及资源获取需要的资金流出等影响，但煤炭上市公司资产负债率继续降低。2024 年 Q3 板块资产负债率为 44.21%，较 2023 年底降低了 0.7 个百分点。上市公司资产负债率普遍处于合理水平，2024 年三季度报负债率仍在 70% 以上公司仅有安源煤业（97.19%）、郑州煤电（79.20%）和盘江股份（70.78%），资产负债率小于 50% 的有 15 家。头部公司资产负债率以降低为主，资产质量进一步改善。

图 22：2011-2024Q3 煤炭上市公司应收账款及应收票据占营业收入比重 (%)

图 23：2011-2024Q3 板块经营净现金/归母净利润

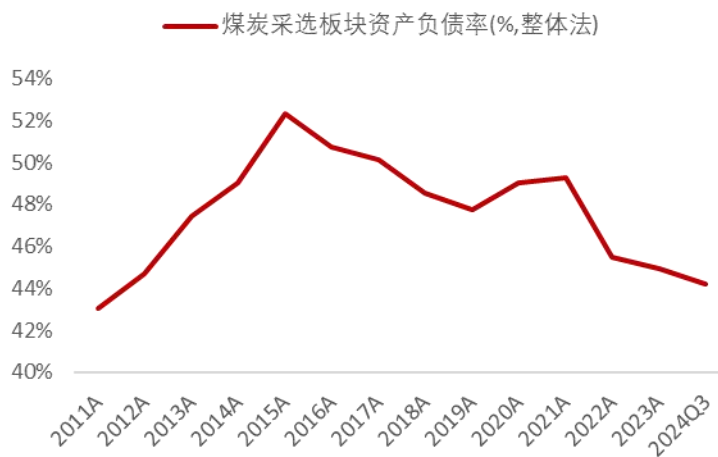


资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：2011-2024Q3 煤炭开采板块上市公司资产负债率



资料来源：wind，山西证券研究所

3. 指标排名：Q3 营收及利润回落为主，一体化企业及规模化企业业绩表现较好

2024 年以来煤炭价格回落，主要煤炭板块上市公司营业收入普遍下降；但部分公司因为煤炭产量、销量同比增加，煤电一体化弥补损失或非煤业务增长等因素，总营收实现了增长；其中，Q3 单季度总营收增速为正且排名前五的公司分别是苏能股份、淮河能源、大有能源、电投能源、辽宁能源。

吨煤售价整体下滑，煤炭行业毛利率和净利率有所下降，但主要是盈利规模同比回落，整

体盈利能力仍处于景气周期中。从归母净利润角度来看，2024年Q3单季度归母净利润为正值且增幅居前的公司分别为电投能源、淮河能源、陕西煤业、中国神华和新集能源。

表3：2024Q3单季煤炭板块上市公司营业收入、净利润及增速排名（单位：亿元，%）

名称	子行业	营业总收入(亿元)			名称	子行业	归母净利润(亿元)		
		2023Q3	2024Q3	QoQ			2023Q3	2024Q3	QoQ
苏能股份	动力煤	23.52	36.95	57.09%	电投能源	动力煤	10.02	14.55	45.26%
淮河能源	动力煤	63.39	77.73	22.62%	淮河能源	动力煤	2.24	2.67	19.50%
大有能源	动力煤	10.39	12.73	22.58%	陕西煤业	动力煤	46.01	53.87	17.10%
电投能源	动力煤	65.21	76.83	17.81%	中国神华	动力煤	149.90	165.70	10.54%
辽宁能源	焦煤	10.47	12.26	17.14%	新集能源	动力煤	6.13	6.49	5.85%
陕西煤业	动力煤	367.71	406.90	10.66%	上海能源	焦煤	1.49	1.54	3.43%
郑州煤电	动力煤	9.39	10.32	9.95%	中煤能源	动力煤	48.53	48.26	-0.55%
昊华能源	动力煤	19.72	21.09	6.95%	晋控煤业	动力煤	7.79	7.14	-8.25%
淮北矿业	焦煤	182.90	194.70	6.45%	昊华能源	动力煤	3.03	2.60	-13.93%
盘江股份	焦煤	23.22	24.03	3.50%	山煤国际	动力煤	9.24	7.91	-14.40%
中国神华	动力煤	830.25	858.21	3.37%	淮北矿业	焦煤	14.70	12.04	-18.12%
华阳股份	焦煤	62.39	64.03	2.63%	开滦股份	焦煤	2.06	1.66	-19.34%
物产环能	动力煤	108.38	110.25	1.72%	山西焦煤	焦煤	11.21	8.80	-21.54%
晋控煤业	动力煤	38.03	38.55	1.38%	苏能股份	动力煤	4.17	3.07	-26.18%
中煤能源	动力煤	468.52	474.28	1.23%	兖矿能源	动力煤	53.15	38.37	-27.81%
平煤股份	焦煤	71.27	70.65	-0.87%	平煤股份	焦煤	9.04	6.52	-27.81%
永泰能源	焦煤	79.97	78.63	-1.68%	物产环能	动力煤	2.91	1.73	-40.45%
开滦股份	焦煤	50.98	49.34	-3.22%	甘肃能化	动力煤	2.80	1.34	-51.91%
山煤国际	动力煤	82.23	79.08	-3.84%	永泰能源	焦煤	6.11	2.74	-55.10%
兰花科创	焦煤	31.35	29.42	-6.16%	华阳股份	焦煤	12.60	5.20	-58.72%
新大洲A	动力煤	1.80	1.68	-6.47%	冀中能源	焦煤	5.49	2.13	-61.26%
新集能源	动力煤	34.31	32.04	-6.63%	恒源煤电	动力煤	5.16	1.86	-63.87%
上海能源	焦煤	26.31	23.79	-9.58%	兰花科创	焦煤	4.37	1.55	-64.46%
山西焦煤	焦煤	131.37	115.23	-12.28%	潞安环能	焦煤	19.74	5.72	-71.03%
恒源煤电	动力煤	17.29	15.15	-12.42%	盘江股份	焦煤	1.54	-0.02	-101.36%
冀中能源	焦煤	56.04	46.15	-17.64%	郑州煤电	动力煤	-1.45	0.03	扭亏
潞安环能	焦煤	111.30	89.95	-19.19%	辽宁能源	焦煤	-1.92	0.48	扭亏
甘肃能化	动力煤	28.51	21.76	-23.66%	新大洲A	动力煤	-0.37	-0.51	续亏
安源煤业	动力煤	16.42	11.85	-27.85%	安源煤业	动力煤	-0.43	-0.81	续亏
兖矿能源	动力煤	506.36	343.21	-32.22%	大有能源	动力煤	-0.22	-2.96	续亏

资料来源：wind，山西证券研究所

从前三季度来看，产业链一体化公司及具备规模优势的头部公司盈利相对稳定，随着Q4煤炭需求旺季，预计四季度煤炭板块业绩环比改善。受前三季度吨煤售价下滑影响，煤炭行业

毛利率和净利率有所下降，煤炭板块上市公司前三季度业绩同、环比均有所降低。从总营收来看，增速为正且排名前五的公司分别为淮河能源、苏能股份、昊华能源、电投能源和郑州煤电。归母净利润方面，淮河能源、电投能源、昊华能源增幅为正，主要为受益于产业链一体化优势，尤其是煤价回调火电盈利回升填补了部分煤炭板块的利润损失。Q4 进入迎风度冬，叠加宏观经济改善预期，预计煤炭价格波动回升，板块上市公司利润将环比恢复。

表 4：2024Q1-3 煤炭板块上市公司营业收入、净利润及增速排名（单位：亿元，%）

名称	子行业	营业总收入(亿元)			名称	子行业	归母净利润(亿元)		
		2023Q1-3	2024Q1-3	YoY			2023Q1-3	2024Q1-3	YoY
淮河能源	动力煤	193.33	235.95	22.04%	淮河能源	动力煤	5.65	8.42	49.12%
苏能股份	动力煤	86.37	104.22	20.68%	电投能源	动力煤	35.85	44.00	22.73%
昊华能源	动力煤	61.20	68.44	11.82%	昊华能源	动力煤	10.11	11.19	10.74%
电投能源	动力煤	197.30	218.10	10.54%	晋控煤业	动力煤	21.64	21.51	-0.62%
郑州煤电	动力煤	31.31	31.94	2.04%	陕西煤业	动力煤	161.80	159.43	-1.46%
淮北矿业	焦煤	556.96	567.86	1.96%	中国神华	动力煤	482.69	460.74	-4.55%
永泰能源	焦煤	219.79	223.75	1.80%	新集能源	动力煤	19.21	18.24	-5.01%
平煤股份	焦煤	230.96	233.19	0.96%	辽宁能源	焦煤	0.63	0.60	-5.59%
中国神华	动力煤	2,524.67	2,538.99	0.57%	永泰能源	焦煤	16.24	14.64	-9.85%
晋控煤业	动力煤	112.55	112.34	-0.19%	中煤能源	动力煤	166.88	146.14	-12.43%
陕西煤业	动力煤	1,274.32	1,254.27	-1.57%	淮北矿业	焦煤	50.58	41.39	-18.17%
辽宁能源	焦煤	40.50	38.83	-4.13%	兖矿能源	动力煤	155.25	114.05	-26.54%
新集能源	动力煤	96.92	91.89	-5.19%	苏能股份	动力煤	18.86	12.52	-33.60%
物产环能	动力煤	327.62	309.54	-5.52%	甘肃能化	动力煤	15.60	10.32	-33.85%
开滦股份	焦煤	170.40	155.89	-8.51%	开滦股份	焦煤	9.90	6.48	-34.56%
甘肃能化	动力煤	86.06	78.01	-9.35%	平煤股份	焦煤	31.38	20.45	-34.82%
恒源煤电	动力煤	59.67	54.08	-9.37%	物产环能	动力煤	8.29	5.33	-35.72%
中煤能源	动力煤	1,562.09	1,404.12	-10.11%	恒源煤电	动力煤	16.33	9.45	-42.15%
兰花科创	焦煤	96.04	84.19	-12.34%	山煤国际	动力煤	39.82	20.82	-47.72%
华阳股份	焦煤	216.51	186.02	-14.09%	山西焦煤	焦煤	56.38	28.46	-49.52%
上海能源	焦煤	84.98	72.34	-14.88%	上海能源	焦煤	13.28	6.26	-52.90%
大有能源	动力煤	45.72	38.73	-15.28%	华阳股份	焦煤	42.71	18.19	-57.42%
盘江股份	焦煤	76.19	64.49	-15.36%	兰花科创	焦煤	17.99	7.07	-60.70%
山西焦煤	焦煤	406.97	330.93	-18.68%	潞安环能	焦煤	72.69	27.98	-61.51%
潞安环能	焦煤	330.13	266.49	-19.28%	冀中能源	焦煤	39.16	12.14	-68.99%
兖矿能源	动力煤	1,350.38	1,066.33	-21.03%	盘江股份	焦煤	7.73	0.35	-95.45%
安源煤业	动力煤	49.02	38.46	-21.54%	郑州煤电	动力煤	-0.98	0.13	扭亏
山煤国际	动力煤	288.99	219.65	-23.99%	大有能源	动力煤	1.99	-7.86	亏损
冀中能源	焦煤	203.56	147.26	-27.66%	安源煤业	动力煤	0.10	-1.86	亏损
新大洲 A	动力煤	8.19	5.72	-30.19%	新大洲 A	动力煤	-0.61	-0.78	续亏

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 投资策略：景气维持，煤炭红利仍然可期

随着新《煤炭法》、新《矿产资源法》及首部《能源法》的出台，预计煤炭等能源生产监管常态化，监管部门对煤炭资源的生产供给调控手段不断加强，预计后期国内煤炭企业维持正常生产，且非主产地产量下滑态势难以逆转，产量供给向西北区域集中的趋势进一步加强，国内煤炭供给成本进一步提高。需求端，随着国内新型电网系统建设进入关键期，火电作为系统灵活性的主要提供者，中长期维持一定的增速，对煤炭的需求达峰仍需一定的时日。Q4 迎峰度冬，终端煤电负荷同比预计较高，叠加非电端在宏观利好影响下，开工率维持较高水平；煤炭需求刚性仍然较强。同时，国际地缘政治博弈仍然剧烈，国际能源价格回落空间预计有限，国际煤价仍处于历史高位，进口煤进一步增量空间预计不大，我们预计国内煤炭价格中枢仍将维持高位。

供给回归正常，需求仍有预期，叠加外贸煤不确定性增强，国内煤炭价格维持一定高位的大背景下，煤炭板块盈利预计仍将维持高景气。随着回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具的不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。弹性高股息品种方面，相对更看好【广汇能源】、【平煤股份】、【兖矿能源】、【恒源煤电】、【昊华能源】、【淮北矿业】、【晋控煤业】。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。山西煤企频繁扩储，按单吨成交资源价款推算市值水平远高于当前市值，前期减产利空出尽，相关企业估值具备较大修复空间，建议关注【华阳股份】、【潞安环能】、【山西焦煤】。

5. 风险提示

价格强管控；经济衰退；供给释放超预期；海外煤价大幅下跌；其他扰动因素。



分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

