

2023 年 11 月 05 日

行业研究

评级：推荐(维持)

研究所

证券分析师：陈晨 S0350522110007

chenc09@ghzq.com.cn

证券分析师：王璇 S0350523080001

wangx15@ghzq.com.cn

## 安监合理回归修正行业供需关系，Q3 板块业绩

## 环比略降，机构持仓环比略升

## ——煤炭开采行业专题研究

## 相关报告

《华阳股份（600348）2023 年三季报点评：Q3

成本下降明显，推进负债结构优化（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-11-02

《兰花科创（600123）2023 年三季报点评：产销提升，所得税增加影响业绩（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-11-02

《淮北矿业（600985）三季报点评报告：降本增效 Q3 盈利表现不俗，长期看仍具量增逻辑（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-11-01

《盘江股份（600395）三季报点评报告：三季度销量环比下滑，资产减值计提拖累业绩（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-11-01

《兖矿能源（600188）三季报点评报告：三季度业绩环比稳健，资产注入提升盈利（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-10-31

## 投资要点：

■ **2023 年 Q3 煤炭开采行业公募基金重仓股持仓分析：**基金持仓煤炭占投资总市值为 0.52%，环比+0.13pct，其中持有中国神华、陕西煤业、兖矿能源、中国神华（HK）、山煤国际的基金数量位列前 5 名。季度持仓变动方面，基金加仓最多的公司为兖矿能源（HK）、陕西煤业、中国神华、兖矿能源、山西焦煤；基金减仓最多的公司为华阳股份、美锦能源、甘肃能化、云煤能源以及陕西黑猫。

■ **重点公司盈利能力同比下降，与煤价下调相关。**我们重点关注的 36 家煤炭上市公司，2023 年前三季度合计实现营业收入 11782 亿元，同比下降 7.4%；合计实现归属母公司净利润 1587 亿元，同比下降 27.4%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，35 家煤炭上市公司，2023 年前三季度合计实现归属母公司净利润 1104 亿元，同比下降 30.8%。煤炭价格下跌是煤企前三季度盈利同比下降的主要原因，2023 年前三季度秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 970 元/吨，同比下降 20.2%，京唐港主焦煤（山西产）均价为 2193 元/吨，同比下降 24.9%。

■ **三季度安监力度加强制约生产叠加非电需求提升，推动 8 月中下旬以来煤价上涨。**今年以来，受内蒙古露天煤矿坍塌故影响，叠加煤炭供需关系整体较为稳定，保供与安全的关系被重新定义，煤炭产区安检力度在三季度明显增强，主产区开工率也回落至年内低位，在 8 月 30 日开工率仅为 82.19%，而 2022 年全年多数时间高于 90%。此外，动力煤方面也受到非电需求走强的利好带动，以全国甲醇开工率为例，三季度开工率同比强于历史同期水平。多方面因素推动 8 月以来的煤价上涨。

单三季度来看，煤价环比情况出现分化，动力煤价格环比下降，而焦煤价格环比上涨，其中动力煤受 6-7 月低煤价拖累，三季度整体均价仍呈环比下降趋势，均价实现 866 元/吨，环比下降 5.3%，同比下降 31.5%，而炼焦煤价格 Q3 均价为 2127 元/吨，环比上涨 9.9%，同比下降 17.9%。

■ **综合影响下，多数重点公司三季度业绩环比下滑。**2023 年三季度，36 家煤炭上市公司归母净利为 450 亿元，环比下降 2.5%。如果剔除中国神华后，35 家煤炭上市公司，2023Q3 业绩为 300 亿元，环比下降 4.7%。

- **期间费用率受营收下降影响同比小幅提升，整体可控。**从相对值来看（算术平均值方法），2023 年前三季度 36 家煤炭上市公司的期间费用率为 8.7%，同比上涨 1.2 个百分点，其中，销售费用率为 0.7%，同比上涨 0.1 个百分点，管理费用率为 6.1%，同比上涨 1.1 个百分点，财务费用率为 1.9%，同比增长 0.02 个百分点；从绝对值来看，2023 年前三季度 36 家煤炭上市公司累计期间费用 660 亿元，同比上涨 1.3%，其中，销售费用 85 亿元，同比下降 5.3%，管理费用 440 亿元，同比增加 6.9%，财务费用 136 亿元，同比下降 10.0%。
- **多数企业盈利能力回归合理水平。**从销售毛利率来看，36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度平均值为 26.2%，同比下降 4.1 个百分点，其中仅 6 家公司毛利率同比有所提升；从销售净利率来看，36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度平均值为 12.6%，同比下降 3.7 个百分点，其中仅 7 家公司净利率同比有所提升；从 ROE 来看，36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度平均值为 8.9%，同比下降 7.0 个百分点，其中仅 4 家公司 ROE 同比有所提升。
- **经营性现金流同比下降，资产负债率持续降低。**36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度经营性现金流合计为 2394 亿元，同比减少 931 亿元，下降 28%；截止 2023 年三季报，36 家煤炭上市公司有息负债合计为 5046 亿元，同比下降 4%。资产负债率平均为 51.3%，同比下降 0.6 个百分点。综合来看，随着盈利能力的下降，上述公司经营性现金流有所减少，但多数公司注重负债管理，资产负债率继续下降，企业整体资产质量得到进一步夯实。
- **应收账款周转天数同比增长。**36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度应收账款周转天数平均为 23 天，同比增长 2 天，同比增幅 11.7%；存货周转方面，存货周转天数 26 天，同比增长 2 天，同比增幅 7.8%。
- **投资策略：**三季度煤炭板块涨势喜人，尤其是 8 月下旬以来，遥遥领先于同期大盘表现，中国神华、山煤国际等个股创新高，晋控煤业和平煤股份等弹性标的涨幅皆约 40%。我们在报告《港口持续去库&印尼产量削减，淡季动力煤价不宜悲观》(20230828)中提到动力煤虽然逐步进入需求淡季，但国内生产及海外进口也有收紧，港口库存持续回落，煤价不宜悲观；在报告《基本面与政策面形成共振，看好板块投资机会》(20230903)中认为基本面（煤价超预期上行等）与政策面（多项地产利好政策出台等）形成共振，持续看好板块行情；在报告《多方面因素共振，煤炭板块配置价值凸显》(20230910)中认为，近期煤炭板块表现抢眼，是基本面、政策面、资金面三方面共振的结果，基本面体现在供应收缩超预期、市场结构性缺货、结构性需求释放、煤价表现超预期等方面，政策面体现在稳地产及稳经济预期较强，对周期品预期需求有拉动作用，资金面体现在板块机构仓位低、配置需求上升等方面。复盘来看，此轮行情的表现确实与我们报告的分析颇为一致，但表现强度还是超预期。这轮行情的催化剂是“淡季”动力煤价超预期上行，背后的因素主要在于供给端和需求端都有积极变化，下游电厂高库存背景下，国内安监合理回归带来煤矿产能利用率显著下滑，叠加非电行业需求上升，流

通盘较小的市场煤很容易拉涨，另外发运利润较差，导致港口货源稀缺，抬升了市场对整体煤价中枢的预期，提高了对行业产能方面的再认知，对行业供需关系有了进一步合理修正，对行业价值属性有了更为清晰的认识。

- **此外，多家公司股东、管理层增持，彰显自身发展自信。**2023年10月16日，中煤能源收到控股股东中国中煤能源集团有限公司（简称“中煤集团”）通知，中煤集团拟自本公告披露之日起12个月内通过上海证券交易所采用集中竞价、大宗交易等方式增持公司A股股份，累计增持数量不超过5,000万股（不超过总股本0.38%）；中国神华控股股东国家能源投资集团有限责任公司计划在未来12个月内，通过其全资子公司国家能源集团资本控股有限公司，以上海证券交易所允许的方式（包括但不限于集中竞价交易、大宗交易等）增持中国神华A股股份，增持金额不低于人民币5亿元、不超过人民币6亿元，增持价格不超过人民币33.10元/股，资金来源为自有资金。这是今年煤炭板块继开滦股份、永泰能源、平煤股份以来的第四、五家控股股东或高管人员选择增持的上市公司，两家公司股东增持彰显对自身未来发展的信心及长期投资价值的认可，在未来若干年行业供需紧平衡，盈利具有持续性的基础上，板块整体具备“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”等五高特征，建议把握煤炭板块投资价值机会。
- **长期来看，在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。**中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端天气情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，对煤炭需求拉动具有决定性作用。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给能力的约束依然没变。建议低位布局煤炭板块，维持行业“推荐”评级。**动力煤股建议关注：**中国神华（长协煤占比高，业绩稳健高分红）；陕西煤业（资源禀赋优异，业绩稳健高分红）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强高分红高）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）。**冶金煤建议关注：**潞安环能（市场煤占比高，业绩弹性大）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债）。**煤炭+电解铝建议关注：**神火股份（煤电一体化，电解铝弹性标的）。**无烟煤建议关注：**华阳股份（布局钠离子电池，新老能源共振）；兰花科创（资源禀赋优异，优质无烟煤标的）。
- **风险提示：**1）经济增速不及预期风险；2）政策调控力度超预期的风险；3）可再生能源持续替代风险；4）煤炭进口影响风险；5）重点关注公

司业绩可能不及预期风险；6) 煤炭价格波动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2023/11/03		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	评级	
601088.SH	中国神华	30.37	3.50	3.17	3.31	8.7	9.6	9.2	买入	
601225.SH	陕西煤业	17.98	3.62	2.44	2.48	5.0	7.4	7.3	买入	
600188.SH	兖矿能源	19.29	6.30	2.83	3.09	3.1	6.8	6.2	买入	
601898.SH	中煤能源	8.52	1.38	1.59	1.73	6.2	5.4	4.9	买入	
600546.SH	山煤国际	16.05	3.52	2.80	2.87	4.6	5.7	5.6	买入	
600256.SH	广汇能源	7.50	1.73	1.16	1.59	4.3	6.4	4.7	买入	
601699.SH	潞安环能	19.17	4.74	3.21	3.39	4.0	6.0	5.7	买入	
000983.SZ	山西焦煤	8.63	2.09	1.24	1.31	4.1	6.9	6.6	买入	
600348.SH	华阳股份	7.99	2.92	1.43	1.57	2.7	5.6	5.1	买入	
000933.SZ	神火股份	15.85	3.39	2.54	2.95	4.7	6.2	5.4	买入	
600985.SH	淮北矿业	14.30	2.83	2.65	2.83	5.1	5.4	5.1	买入	
601666.SH	平煤股份	10.01	2.47	1.64	1.78	4.0	6.1	5.6	买入	
600123.SH	兰花科创	9.07	2.82	1.53	1.70	3.2	5.9	5.3	买入	
601918.SH	新集能源	4.82	0.80	0.95	1.00	6.0	5.1	4.8	买入	
601001.SH	晋控煤业	11.55	1.82	1.73	1.84	6.3	6.7	6.3	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 内容目录

1、 2023 年 Q3 公募基金重仓股持仓分析：基金持仓环比上涨，占投资总市值为 0.52%.....	7
2、 2023 年三季度综述：煤企盈利回归合理水平，资产质量改善可观.....	9
2.1、 安监力度加强是影响三季度价格的重要因素 .....	9
2.2、 2023 年前三季度煤企业绩同比回落 .....	11
2.3、 期间费用率受营收下降影响同比小幅提升，整体可控 .....	15
2.4、 行业盈利回归合理水平 .....	16
2.5、 经营性现金流同比下降，资产负债率持续降低 .....	17
2.6、 应收账款及存货周转天数同比增长 .....	19
3、 投资策略：安监合理修正行业供需关系，股东增持彰显发展自信.....	20
4、 风险提示 .....	21



## 图表目录

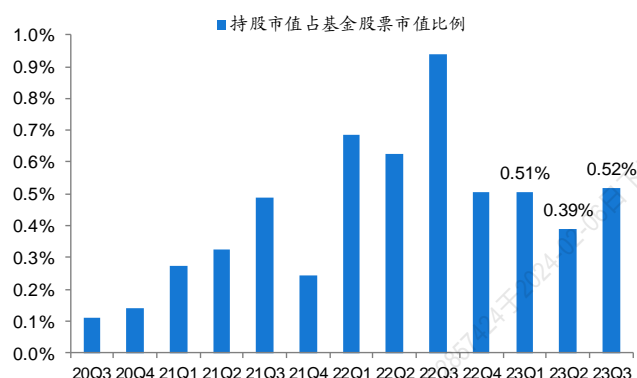
图 1: 煤炭板块基金持股市值占基金股票市值比例情况 .....	7
图 2: 煤炭板块个股持股基金数情况 .....	7
图 3: 煤炭板块基金持股总量情况 .....	8
图 4: 煤炭板块基金季报持仓变动情况 .....	8
图 5: 煤炭板块基金持股占流通股比例情况 .....	8
图 6: 煤炭板块基金持股总市值情况 .....	8
图 7: 秦皇岛港动力煤价格走势 .....	10
图 8: 秦港动力煤均价 .....	10
图 9: 京唐港主焦煤价格走势 .....	10
图 10: 京唐港主焦煤均价 .....	10
图 11: 三季度“三西”地区样本煤矿开工率为年内低点 .....	11
图 12: 全国甲醇开工率三季度处历史相对高位 .....	11
图 13: 36 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元) .....	12
图 14: 36 家煤炭上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元) .....	13
图 15: 36 家煤炭上市公司营业收入总计 .....	14
图 16: 36 家煤炭上市公司净利润总计 .....	14
图 17: 36 家煤炭上市公司归母净利润总计 .....	14
图 18: 36 家煤炭上市公司扣非归母净利润总计 .....	14
图 19: 35 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 营业收入总计 .....	14
图 20: 35 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 净利润总计 .....	14
图 21: 35 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 归母净利润总计 .....	15
图 22: 35 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 扣非归母净利润总计 .....	15
图 23: 36 家煤炭上市公司期间费用率情况 (单位: %) .....	16
图 24: 36 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况 (单位: %) .....	17
图 25: 36 家煤炭上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元、%) .....	18
图 26: 36 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天) .....	19

## 1、2023 年 Q3 公募基金重仓股持仓分析：基金持仓环比上涨，占投资总市值为 0.52%

自 2022 年以来，公募基金重仓股持有煤炭行业股票市值占比呈现先增加后回落态势，2023 年三季度出现回升，占比 0.52%，环比+0.13pct。2022 年第一季度持股市值占基金股票投资市值比为 0.69%（环比+0.44pct）；2022 年第二季度为 0.62%（环比-0.06pct）；2022 年第三季度为 0.94%（环比+0.32pct）；2022 年第四季度为 0.50%（环比-0.44pct）；2023 年第一季度为 0.51%（环比基本持平），2023 年第二季度为 0.39%（环比-0.12pct），2023 年第三季度为 0.52%（环比+0.13pct）。

个股持有基金数方面，持有中国神华、陕西煤业、兖矿能源、中国神华（HK）、山煤国际的基金数量位列前 5 名。其中，持有中国神华的基金合计数量最多，共 245 只，其次是陕西煤业、山煤国际、兖矿能源、中国神华（HK），分别有 191、102、67 以及 64 只基金持有。

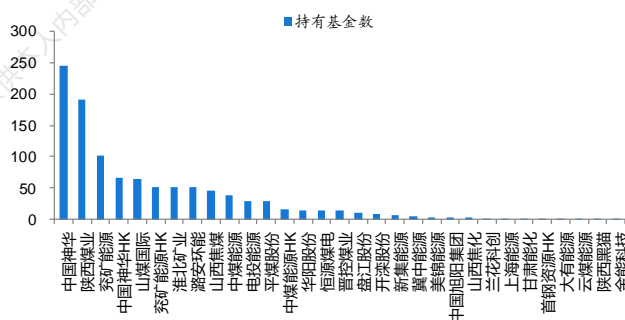
图 1：煤炭板块基金持股市值占基金股票市值比例情况



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年三季报

图 2：煤炭板块个股持股基金数情况



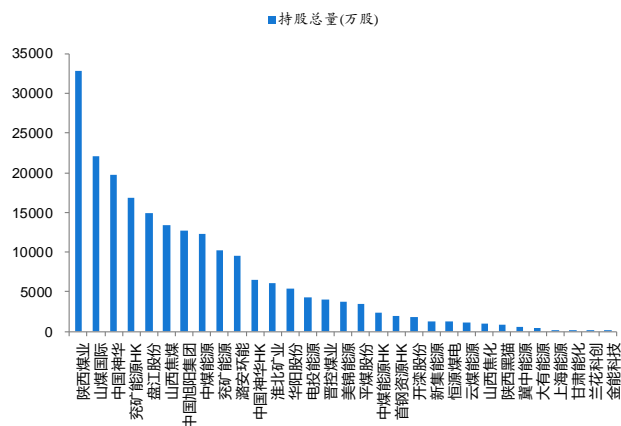
资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年三季报

持股总量方面，陕西煤业、山煤国际、中国神华、兖矿能源（HK）、盘江股份位列前 5 名。具体而言，基金持有陕西煤业股票总量最多，为 32,823.9 万股；山煤国际的基金持股总量位列第二，为 22,003.66 万股；中国神华的基金持股总量为 19,709.08 万股；兖矿能源 HK 的基金持股总量为 16,898.95 万股；盘江股份的基金持股总量为 14,943.84 万股。

季度持仓变动方面，基金加仓最多的公司为兖矿能源（HK）、陕西煤业、中国神华、兖矿能源、山西焦煤。其中，兖矿能源（HK）获得加仓 8,834.55 万股，陕西煤业获得加仓 7,697.15 万股，中国神华获得加仓 4,629.62 万股，兖矿能源获得加仓 3,925.20 万股，山西焦煤获得加仓 3,749.63 万股；基金减仓最多的公司，分别为华阳股份、美锦能源、甘肃能化、云煤能源以及陕西黑猫，具体而言，华阳股份被减仓 3,174.46 万股，美锦能源被减仓 1,871.81 万股，甘肃能化被减仓 556.12 万股，云煤能源被减仓 295.45 万股，陕西黑猫被减仓 225.08 万股。

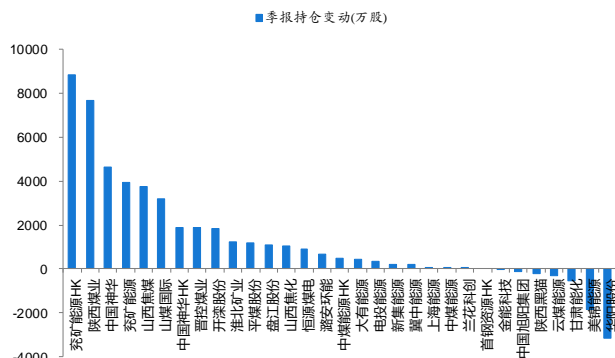
图 3：煤炭板块基金持股总量情况



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年三季度

图 4：煤炭板块基金季报持仓变动情况



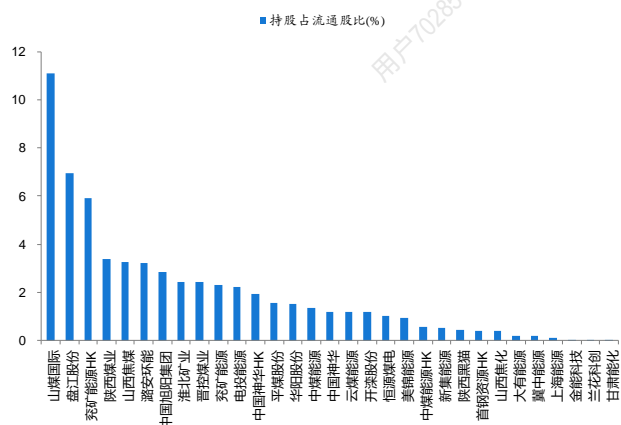
资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年三季度

**持股占流通股比例方面**，山煤国际、盘江股份、兖矿能源（HK）、陕西煤业、山西焦煤的基金持股占流通股比最多，位列前五名。其中，山煤国际的基金持股占流通股比例最高，为 11.1%；其余公司基金持股占流通股比例分别为盘江股份 6.96%、兖矿能源（HK）5.93%、陕西煤业 3.39%以及山西焦煤 3.26%。

**持股总市值方面**，中国神华、陕西煤业、山煤国际、兖矿能源（HK）、兖矿能源的基金持股总市值位列前 5 名。其中，中国神华的基金持股总市值最高，为 614,923.36 万元。其余公司基金持股总市值分别为陕西煤业 605,930.00 万元、山煤国际 414,768.95 万元、兖矿能源（HK）229,447.58 万元以及兖矿能源 208,135.18 万元。

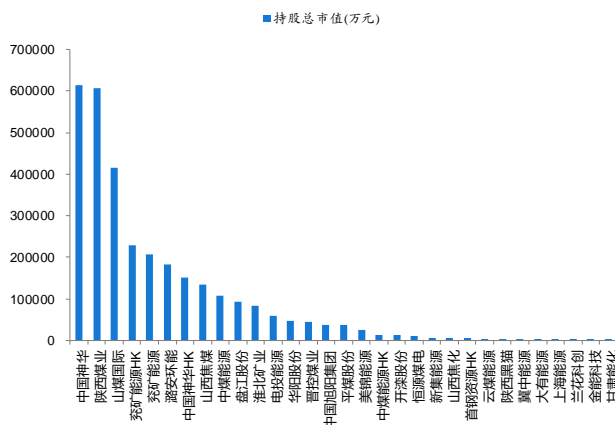
图 5：煤炭板块基金持股占流通股比例情况



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年三季度

图 6：煤炭板块基金持股总市值情况



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年三季度



## 2、2023 年三季报综述：煤企盈利回归合理水平，资产质量改善可观

### 2.1、安监力度加强是影响三季度价格的重要因素

**经济恢复向好，火电需求提升。**今年以来随着经济增长和工商业快速复苏，以及 7 月 24 日中央政治局会议对下半年经济工作部署的各项举措逐步落实，在上半年持续恢复的基础上，经济保持稳定向好态势，发电需求提升。据国家能源局数据显示，1-9 月，全社会用电量累计 68637 亿千瓦时，同比增长 5.6%。分产业看，第一产业用电量 976 亿千瓦时，同比增长 11.3%；第二产业用电量 44703 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业用电量 12546 亿千瓦时，同比增长 10.1%；城乡居民生活用电量 10412 亿千瓦时，同比增长 0.5%。火电方面，今年 1-9 月份，全国火力绝对发电量为 46396.9 亿千瓦时，同比增长 5.8%。

工业需求同比也有所恢复，据国家统计局数据，1-9 月粗钢和水泥产量累计增速也实现同比回升，其中粗钢产量累计增速从去年前三季度的-3.4%恢复至+1.7%，水泥产量累计增速从-12.5%提升至-0.7%。

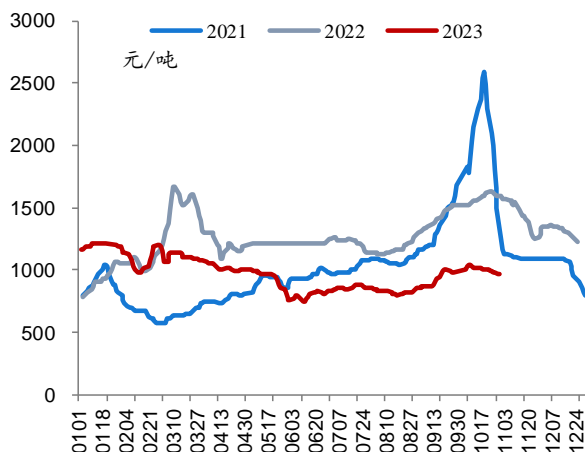
**原煤生产稳定，煤炭进口量大幅上涨。**据国家统计局数据显示，2023 年 1-9 月份，生产原煤 34.4 亿吨，同比增长 3.0%，产量稳中小幅上涨。其中 9 月份，生产原煤 3.9 亿吨，同比增长 0.4%，增速比 8 月份放缓 1.6 个百分点，日均产量 1310 万吨。

进口量大幅上涨，动力煤方面，据海关总署最新数据显示，2023 年 1-9 月份，中国动力煤(包括褐煤、其他烟煤和其他煤)进口量为 2.61 亿吨，较上年同期的 1.47 亿吨大增 77.62%，超过 2022 和 2021 年全年动力煤进口量 2.18 亿吨和 2.6 亿吨。炼焦煤方面，今年 1-9 月份，中国累计进口炼焦煤 7314.5 万吨，同比增 61.0%，其中 52% (3771.2 万吨)来自蒙古国，28% (2029.2 万吨)来自俄罗斯。累计进口额为 123.9 亿美元，同比增 8.9%。

**三季度安监力度加强制约生产叠加非电需求提升，系 8 月中下旬以来煤价上涨的主导因素。**今年以来，受内蒙古露天煤矿坍塌故影响，叠加煤炭供需关系整体较为稳定，保供与安全的关系被重新定义，煤炭产区安检力度在三季度明显增强，主产区开工率也回落至年内低位，在 8 月 30 日开工率仅为 82.19%，而 2022 年全年多数时间高于 90%。此外，动力煤方面也受非电需求走强的利好带动，以全国甲醇开工率为例，三季度开工率同比强于历史同期水平。多方面因素推动 8 月以来的煤价上涨。

分煤种看，动力煤方面，2023 年前三季度秦港动力煤(Q5500，山西产)均价为 970 元/吨，同比下降 20.2%，京唐港主焦煤(山西产)均价为 2193 元/吨，同比下降 24.9%。单三季度来看，煤价环比情况出现分化，动力煤价格环比下降，而焦煤价格环比上涨，其中动力煤受 6-7 月低煤价拖累，三季度整体均价仍呈环比下降趋势，均价实现 866 元/吨，环比下降 5.3%，同比下降 31.5%，而炼焦煤价格 Q3 均价为 2127 元/吨，环比上涨 9.9%，同比下降 17.9%。

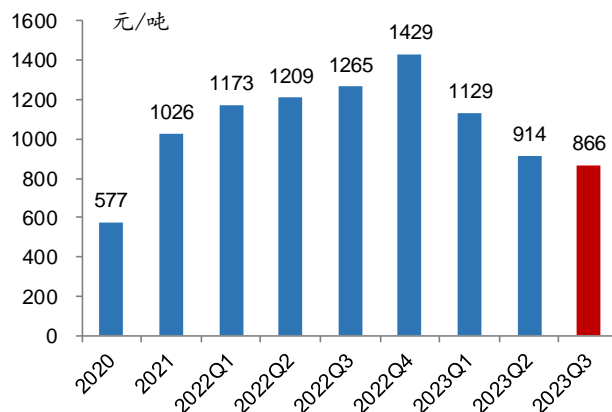
图 7：秦皇岛港动力煤价格走势



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年 10 月 31 日

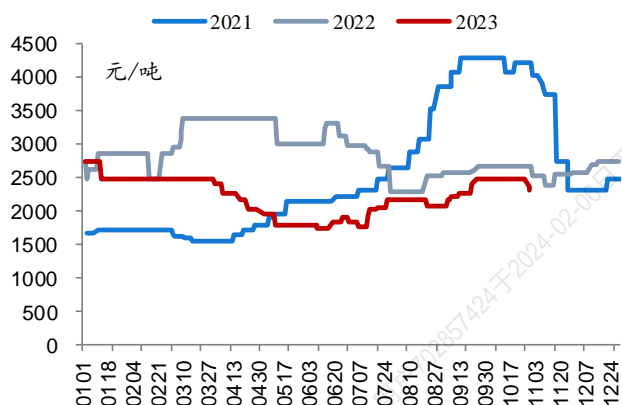
图 8：秦港动力煤均价



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年 9 月 30 日

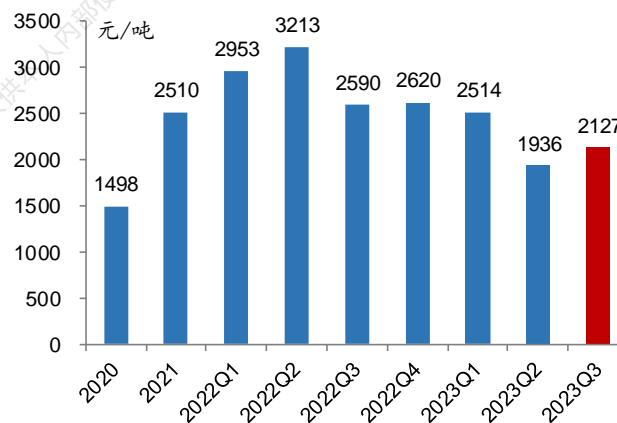
图 9：京唐港主焦煤价格走势



资料来源：wind、国海证券研究所

注：数据截至 2023 年 10 月 31 日

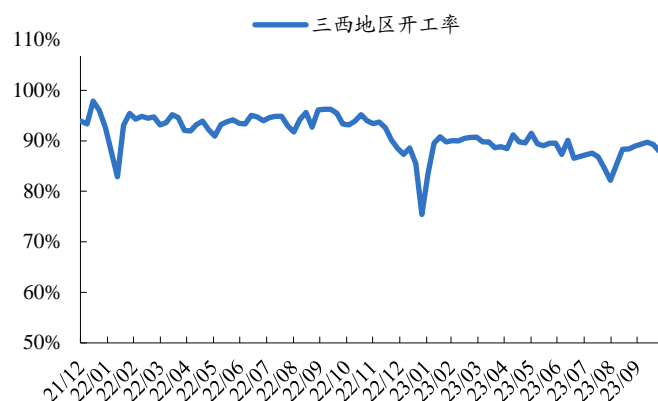
图 10：京唐港主焦煤均价



资料来源：wind、国海证券研究所

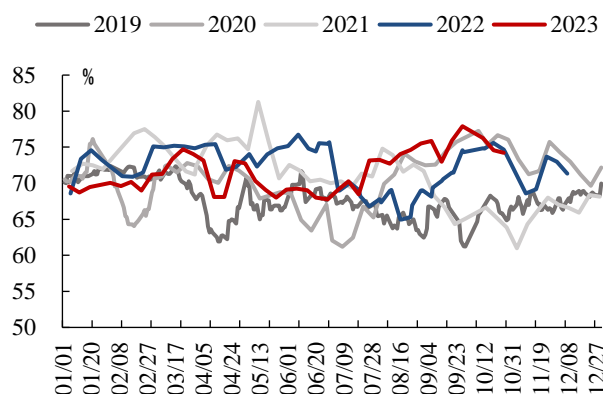
注：数据截至 2023 年 9 月 30 日

图 11: 三季度“三西”地区样本煤矿开工率为年内低点



资料来源: 煤炭资源网、国海证券研究所

图 12: 全国甲醇开工率三季度处历史相对高位



资料来源: wind、国海证券研究所

## 2.2、2023 年前三季度煤企业绩同比回落

**2023 年前三季度煤企业绩同比回落。**我们重点关注的 36 家煤炭上市公司，2023 年前三季度合计实现营业收入 11782 亿元，同比下降 7.4%；合计实现归属母公司净利润 1587 亿元，同比下降 27.4%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，35 家煤炭上市公司，2023 年前三季度合计实现归属母公司净利润 1104 亿元，同比下降 30.8%。

**扣非后业绩同比下滑。**从扣非归母净利润来看，36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度实现扣非归母净利润 1567 亿元，同比下降 26.1%；非经常损益实现 20 亿元，同比下降 70.5%（主要是 2022 年陕煤投资获得可观收益，导致去年基数高）；如果剔除中国神华，35 家煤炭上市公司，2023 年前三季度合计实现扣非归母净利润 1089 亿元，同比下降 29.1%。

图 13: 36 家煤炭上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

细分板块	上市公司	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		2022Q1-3	2023Q1-3	同比	2022Q1-3	2023Q1-3	同比	2022Q1-3	2023Q1-3	同比
动力煤	甘肃能化	4,285	8,606	-8.8%	710	1,560	-42.8%	678	1,557	110.0%
	电投能源	19,868	19,730	-0.7%	3,260	3,585	10.1%	3,186	3,484	9.5%
	郑州煤电	3,229	3,131	-3.1%	56	-98	-276.5%	74	-107	-244.9%
	兖矿能源	151,347	135,038	-20.2%	27,128	15,525	-46.8%	26,840	14,249	-46.9%
	安源煤业	6,934	4,902	-29.3%	-187	10	105.2%	-189	8	104.4%
	大有能源	6,720	4,945	-26.4%	1,371	199	-85.5%	1,356	-63	-104.6%
	山煤国际	35,631	28,899	-18.9%	5,394	3,982	-26.2%	5,505	4,058	-26.3%
	恒源煤电	6,749	5,967	-11.7%	1,607	1,633	1.6%	1,612	1,621	0.5%
	晋控煤业	12,789	11,255	-12.0%	3,383	2,164	-36.0%	3,414	2,121	-37.9%
	中国神华	250,489	252,467	0.8%	59,131	48,269	-18.4%	58,407	47,811	-18.2%
	昊华能源	6,812	6,120	-10.2%	1,528	1,011	-33.9%	1,542	971	-37.0%
	陕西煤业	130,739	127,432	-2.4%	28,307	16,180	-44.6%	22,531	18,996	-15.6%
	中煤能源	175,345	156,209	-10.9%	19,328	16,688	-13.7%	19,232	16,569	-13.8%
	新集能源	8,908	9,692	8.8%	1,841	1,921	4.3%	1,799	1,897	5.4%
	广汇能源	37,279	49,569	33.0%	8,402	4,851	-42.3%	8,359	4,828	-42.2%
炼焦煤	冀中能源	29,050	20,356	-29.9%	3,985	3,916	-1.7%	4,010	2,419	-39.7%
	山西焦煤	41,179	40,697	-16.0%	8,296	5,638	-39.7%	8,279	5,672	-31.5%
	永泰能源	26,855	21,979	-18.2%	1,541	1,624	5.3%	1,288	1,618	25.6%
	盘江股份	9,056	7,619	-15.9%	1,658	773	-53.4%	1,926	699	-63.7%
	上海能源	9,947	8,498	-14.6%	2,122	1,328	-37.4%	2,076	1,319	-36.5%
	淮北矿业	57,314	55,538	-3.1%	5,218	5,058	-2.7%	5,351	4,887	-8.3%
	开滦股份	19,631	17,040	-13.2%	1,821	990	-45.6%	1,669	976	-41.5%
	平煤股份	28,199	23,096	-18.1%	4,727	3,138	-33.6%	4,766	3,028	-36.5%
	辽宁能源	4,650	4,050	-12.9%	214	63	-70.5%	199	33	-83.6%
	潞安环能	39,972	33,013	-17.4%	9,268	7,269	-21.6%	9,245	7,242	-21.7%
无烟煤	神火股份	32,134	28,629	-10.9%	5,855	4,103	-29.9%	5,996	4,048	-32.5%
	兰花科创	11,444	9,604	-16.1%	2,758	1,799	-34.8%	3,203	1,776	-44.6%
	华阳股份	26,364	21,651	-20.7%	4,959	4,271	-13.9%	4,939	4,237	-14.2%
焦炭	美锦能源	18,713	14,838	-20.7%	1,712	406	-76.3%	1,663	381	-77.1%
	安泰集团	10,154	7,779	-23.4%	-64	-437	-586.3%	-93	-440	-370.8%
	云维股份	889	488	-45.1%	19	0	-99.1%	18	0	-101.5%
	山西焦化	9,400	6,517	-30.7%	2,706	1,281	-52.7%	2,667	1,277	-52.1%
	云煤能源	5,708	5,502	-3.6%	-95	235	346.3%	-78	-75	3.8%
	宝泰隆	2,720	2,567	-5.6%	111	-22	-120.1%	105	-27	-126.0%
	陕西黑猫	17,949	13,865	-22.8%	240	-264	-210.2%	254	-272	-206.8%
	金能科技	14,101	10,914	-22.6%	260	6	-97.8%	72	-112	-255.1%
	合计	1,272,553	1,178,202	-7.4%	218,571	158,653	-27.4%	211,902	156,686	-26.1%
	剔除神华	1,022,064	925,735	-9.4%	159,440	110,384	-30.8%	153,495	108,875	-29.1%

资料来源: wind、国海证券研究所

注: 同比数据经过重述调整

**2023Q3 单季业绩环比下滑, 主要由于煤价下滑导致。**2022 年四季度至 2023 年二季度, 36 家煤炭上市公司各单季度归母净利润分别为 440 亿元、675 亿元和 462 亿元, 2023Q3 受到煤价下滑影响, 36 家煤企归母净利润环比有所下滑, 为 450 亿元, 环比下降 2.5%。如果剔除中国神华后, 35 家煤炭上市公司, 2022 年四季度至 2023 年二季度, 各单季度归母净利润分别为 335 亿元、489 亿元和 315 亿元, 2023Q3 业绩为 300

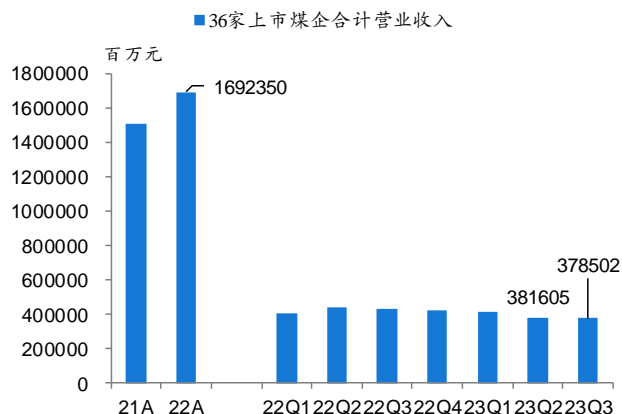
亿元，环比下降 4.7%。

图 14: 36 家煤炭上市公司归母净利环比情况（单位：百万元）

细分板块	上市公司	归母净利润				Q3环比
		2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	
动力煤	甘肃能化	2,459	958	322	280	-13.1%
	电投能源	726	1,617	966	1,002	3.8%
	郑州煤电	12	65	-18	-145	-694.9%
	兖矿能源	3,646	5,652	4,558	5,315	16.6%
	安源煤业	110	57	-4	-43	-855.5%
	大有能源	185	315	-94	-22	77.0%
	山煤国际	1,587	1,686	1,372	924	-32.6%
	恒源煤电	906	608	510	516	1.2%
	晋控煤业	-339	711	675	779	15.4%
	中国神华	10,495	18,612	14,667	14,990	2.2%
	昊华能源	-185	430	278	303	8.7%
	陕西煤业	6,816	6,911	4,668	4,601	-1.4%
	中煤能源	-1,088	7,155	4,680	4,853	3.7%
	新集能源	223	594	714	613	-14.2%
	广汇能源	2,936	3,007	1,114	729	-34.6%
炼焦煤	冀中能源	473	2,703	664	549	-17.3%
	山西焦煤	2,425	2,470	2,047	1,121	-45.2%
	永泰能源	368	419	594	611	2.9%
	盘江股份	536	350	269	154	-42.9%
	上海能源	-382	835	344	149	-56.7%
	淮北矿业	1,792	2,111	1,477	1,470	-0.4%
	开滦股份	31	408	376	206	-45.3%
	平煤股份	997	1,146	1,088	904	-16.9%
	辽宁能源	-20	287	-32	-192	-502.2%
	潞安环能	4,900	3,380	1,915	1,974	3.0%
无烟煤	神火股份	1,716	1,546	1,193	1,363	14.3%
	兰花科创	465	773	589	437	-25.8%
焦炭	华阳股份	2,067	1,727	1,285	1,260	-1.9%
	美锦能源	498	402	-29	33	212.6%
	安泰集团	-233	-123	-149	-164	-9.8%
	云维股份	3	1	1	-2	-365.7%
	山西焦化	-124	763	154	364	137.4%
	云煤能源	-86	-16	-18	268	1620.1%
	宝泰隆	41	30	26	-78	-405.2%
	陕西黑猫	38	56	-120	-200	-66.7%
	金能科技	-11	-139	78	67	-14.2%
	合计	43,984	67,511	46,155	44,987	-2.5%
	剔除神华	33,489	48,899	31,488	29,997	-4.7%

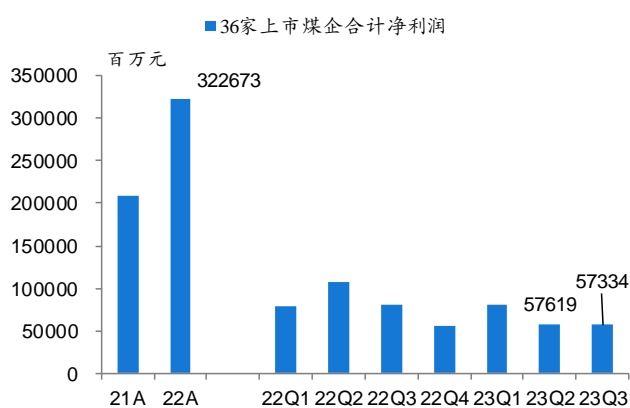
资料来源：wind、国海证券研究所

图 15: 36 家煤炭上市公司营业收入总计



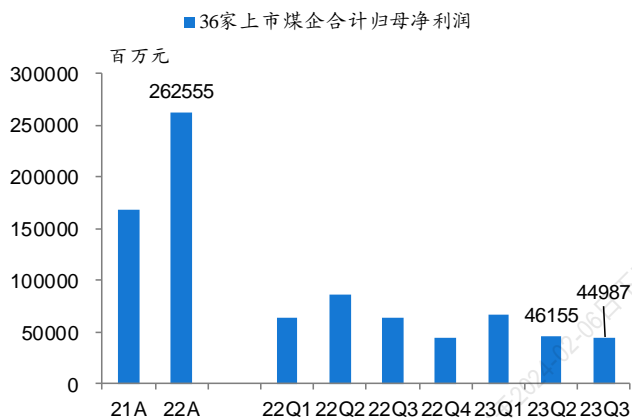
资料来源: wind、国海证券研究所

图 16: 36 家煤炭上市公司净利润总计



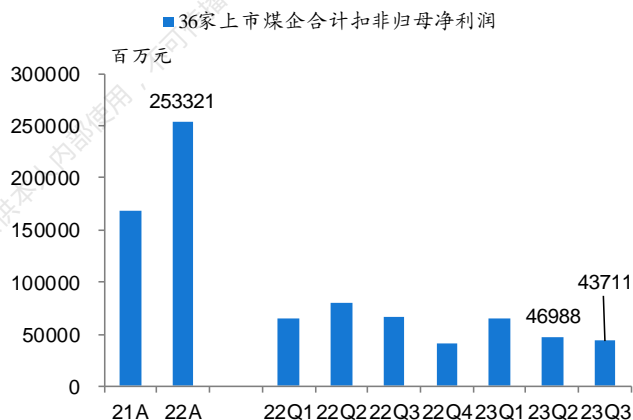
资料来源: wind、国海证券研究所

图 17: 36 家煤炭上市公司归母净利润总计



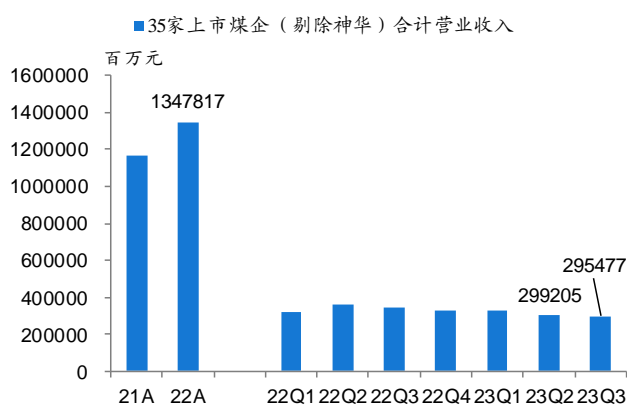
资料来源: wind、国海证券研究所

图 18: 36 家煤炭上市公司扣非归母净利润总计



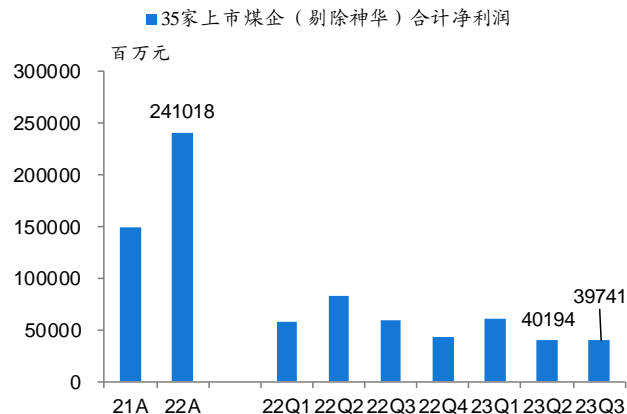
资料来源: wind、国海证券研究所

图 19: 35 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 营业收入总计



资料来源: wind、国海证券研究所

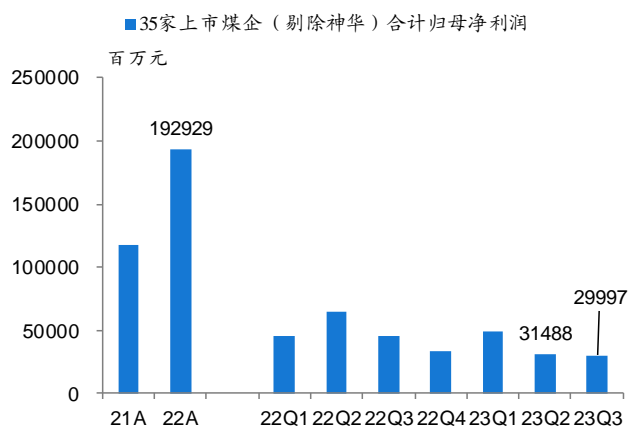
图 20: 35 家煤炭上市公司 (剔除神华后) 净利润总计



资料来源: wind、国海证券研究所

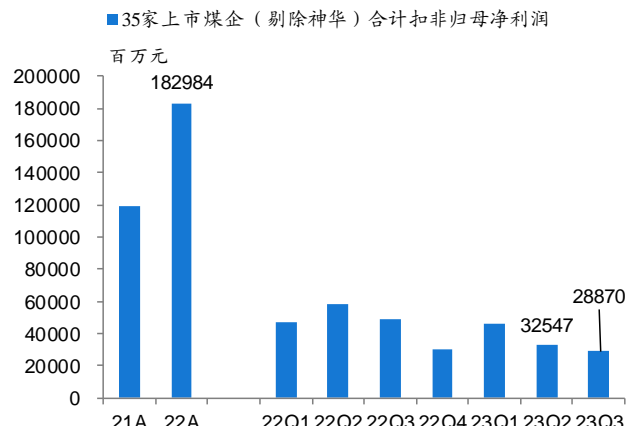


图 21: 35 家煤炭上市公司（剔除神华后）归母净利润总计



资料来源: wind、国海证券研究所

图 22: 35 家煤炭上市公司（剔除神华后）扣非归母净利润总计



资料来源: wind、国海证券研究所

## 2.3、期间费用率受营收下降影响同比小幅提升，整体可控

2023 前三季度期间费用率受营收下降影响同比小幅提升，整体可控。从相对值来看（算数平均值方法），2023 年前三季度 36 家煤炭上市公司的期间费用率为 8.7%，同比上涨 1.2 个百分点，其中，销售费用率为 0.7%，同比上涨 0.1 个百分点，管理费用率为 6.1%，同比上涨 1.1 个百分点，财务费用率为 1.9%，同比增长 0.02 个百分点；从绝对值来看，2023 年前三季度 36 家煤炭上市公司累计期间费用 660 亿元，同比上涨 1.3%，其中，销售费用 85 亿元，同比下降 5.3%，管理费用 440 亿元，同比增加 6.9%，财务费用 136 亿元，同比下降 10.0%。

费用率上涨的部分原因在于，今年上半年煤价下跌导致煤企营收下降，而包括职工薪酬在内的部分费用又保持相对刚性，进而推升期间费率的上涨，但值得注意的是，近年来煤企在费用控制方面也不断贡献成效，其中财务费用降幅最为明显，主要由于近年来煤价处于相对较高水平，煤企盈利较好，部分煤企选择偿还债务。

图 23: 36 家煤炭上市公司期间费用率情况 (单位: %)

细分板块	上市公司	期间费用率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
		2022Q1-3	2023Q1-3	同比-pct	2022Q1-3	2023Q1-3	同比-pct	2022Q1-3	2023Q1-3	同比-pct	2022Q1-3	2023Q1-3	同比-pct
动力煤	甘肃能化	8.8	11.9	3.1	0.9	0.9	0.0	7.6	9.2	1.6	0.3	1.8	1.5
	电投能源	3.4	3.4	0.0	0.2	0.2	0.0	2.0	2.4	0.5	1.2	0.8	-0.5
	郑州煤电	18.8	21.9	3.1	1.6	1.7	0.1	12.4	15.4	3.0	4.8	4.8	0.0
	兖矿能源	7.7	9.9	2.2	2.8	2.8	0.0	3.3	5.3	1.9	1.6	1.9	0.4
	安源煤业	4.8	6.5	1.6	0.4	0.6	0.2	1.7	2.7	0.9	2.7	3.2	0.5
	大有能源	16.8	25.1	8.3	1.2	1.9	0.6	11.5	18.7	7.2	4.0	4.6	0.5
	山煤国际	5.5	6.5	1.0	1.3	1.4	0.1	3.2	4.5	1.3	1.0	0.6	-0.4
	恒源煤电	14.2	15.0	0.8	0.7	0.8	0.1	13.1	13.7	0.6	0.4	0.5	0.1
	晋控煤业	4.6	5.9	1.3	0.8	0.7	-0.1	2.0	4.2	2.2	1.9	1.0	-0.9
	中国神华	3.5	3.5	0.0	0.2	0.1	-0.1	3.3	3.3	-0.1	0.0	0.1	0.1
	昊华能源	9.3	13.5	4.1	1.5	1.8	0.3	4.3	7.5	3.2	3.6	4.2	0.6
	陕西煤业	4.3	4.8	0.5	0.5	0.5	0.1	4.3	4.6	0.3	-0.4	-0.3	0.1
	中煤能源	4.1	4.4	0.4	0.4	0.4	0.1	2.0	2.5	0.5	1.7	1.5	-0.2
	新集能源	11.8	9.4	-2.4	0.5	0.4	-0.1	5.7	4.8	-0.9	5.6	4.2	-1.4
	广汇能源	4.5	3.5	-1.0	0.6	0.4	-0.2	1.8	1.5	-0.3	2.2	1.7	-0.5
炼焦煤	冀中能源	8.2	12.7	4.5	0.4	0.6	0.1	6.4	9.9	3.4	1.3	2.3	0.9
	山西焦煤	7.9	10.6	2.8	0.4	0.6	0.3	6.2	8.5	2.3	1.3	1.5	0.2
	永泰能源	11.0	12.9	2.0	0.3	0.3	0.0	3.5	5.1	1.5	7.2	7.6	0.4
	盘江股份	15.3	14.6	-0.6	0.2	0.2	0.0	13.8	13.2	-0.6	1.3	1.2	-0.1
	上海能源	6.3	6.1	-0.2	0.2	0.3	0.0	5.4	5.2	-0.2	0.6	0.6	0.0
	淮北矿业	9.6	9.2	-0.4	0.3	0.3	0.0	8.5	7.9	-0.6	0.8	1.0	0.2
	开滦股份	5.8	6.4	0.6	1.1	0.9	-0.2	3.8	5.1	1.3	0.9	0.4	-0.5
	平煤股份	6.8	9.4	2.7	0.6	0.7	0.1	3.4	4.5	1.1	2.8	4.2	1.4
	辽宁能源	12.0	10.6	-1.4	0.7	0.7	0.1	7.3	7.0	-0.3	4.0	2.9	-1.1
	潞安环能	9.0	9.8	0.7	0.2	0.4	0.2	7.1	9.3	2.2	1.7	0.0	-1.7
无烟煤	神火股份	4.2	5.2	0.9	0.7	1.0	0.4	2.0	3.8	1.9	1.6	0.3	-1.3
	兰花科创	12.5	11.8	-0.7	1.0	0.8	-0.2	9.3	9.7	0.4	2.1	1.2	-0.9
	华阳股份	5.3	7.6	2.3	0.4	0.5	0.0	3.6	5.8	2.2	1.2	1.3	0.0
焦炭	美锦能源	5.6	7.6	1.9	0.7	0.9	0.3	3.7	4.9	1.3	1.3	1.7	0.4
	安泰集团	2.9	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	1.4	-0.5	1.0	1.5	0.5
	云维股份	2.0	4.0	2.1	0.6	1.6	0.9	1.2	2.6	1.3	0.1	-0.1	-0.2
	山西焦化	5.0	7.3	2.2	0.5	0.6	0.1	2.9	4.2	1.4	1.7	2.4	0.7
	云煤能源	4.6	4.0	-0.7	0.2	0.1	-0.1	3.4	2.7	-0.7	1.0	1.1	0.1
	宝泰隆	7.7	9.8	2.1	0.2	0.3	0.1	5.2	6.4	1.2	2.3	3.1	0.8
	陕西黑猫	2.4	3.8	1.3	0.3	0.6	0.3	0.9	1.4	0.5	1.2	1.7	0.5
	金能科技	3.9	3.1	-0.8	0.1	0.1	0.0	3.3	2.0	-1.2	0.5	1.0	0.5
平均		7.5	8.7	1.2	0.6	0.7	0.1	5.0	6.1	1.1	1.9	1.9	0.02
剔除神华		7.6	8.9	1.3	0.6	0.7	0.1	5.1	6.2	1.1	1.9	1.9	0.02

资料来源: wind、国海证券研究所

## 2.4、行业盈利回归合理水平

行业盈利回归合理水平。从销售毛利率来看, 36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度平均值为 26.2%, 同比下降 4.1 个百分点, 其中仅 6 家公司毛利率同比有所提升; 从销售净利率来看, 36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度平均值为 12.6%, 同比下降 3.7 个百分点, 其中仅 7 家公司净利率同比有所提升; 从 ROE 来看, 36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度平均值为 8.9%, 同比下降 7.0 个百分点, 其中仅 4 家公司 ROE

同比有所提升。

图 24: 36 家煤炭上市公司毛利率、净利率、ROE 情况 (单位: %)

细分板块	上市公司	毛利率			净利率			ROE		
		2022Q1-3	2023Q1-3	同比-pct	2022Q1-3	2023Q1-3	同比-pct	2022Q1-3	2023Q1-3	同比-pct
动力煤	甘肃能化	29.7	35.8	6.2	16.6	18.2	1.6	7.5	11.2	3.7
	电投能源	33.4	33.0	-0.4	20.6	19.8	-0.7	15.0	13.1	-2.0
	郑州煤电	34.8	29.2	-5.7	7.0	0.4	-6.6	3.4	-6.1	-9.5
	兖矿能源	40.6	33.2	-7.4	22.6	15.5	-7.2	35.8	15.6	-20.3
	安源煤业	2.7	7.7	5.0	-2.6	0.3	2.9	-31.7	1.7	33.4
	大有能源	48.4	25.2	-23.1	22.8	5.9	-16.9	17.2	2.5	-14.8
	山煤国际	43.0	41.2	-1.8	23.7	21.6	-2.1	41.0	26.1	-14.9
	恒源煤电	45.0	49.4	4.4	23.8	27.3	3.6	14.5	11.3	-3.2
	晋控煤业	56.2	46.3	-9.9	36.8	27.1	-9.7	25.1	14.1	-11.0
	中国神华	40.0	35.1	-4.9	27.6	22.3	-5.3	15.4	12.2	-3.2
	昊华能源	58.8	52.1	-6.7	33.0	24.8	-8.2	15.0	9.3	-5.7
	陕西煤业	40.9	37.3	-3.6	31.7	21.5	-10.2	29.7	14.9	-14.9
	中煤能源	25.8	24.3	-1.5	15.3	13.9	-1.3	15.7	12.2	-3.6
	新集能源	44.6	40.5	-4.1	23.0	21.9	-1.1	17.9	15.5	-2.4
	广汇能源	33.2	16.9	-16.3	22.4	9.5	-12.8	34.6	14.4	-20.3
炼焦煤	冀中能源	32.5	33.8	1.3	15.7	21.7	6.0	18.3	16.9	-1.4
	山西焦煤	41.1	39.1	-2.0	22.0	17.2	-4.9	32.8	15.5	-17.3
	永泰能源	23.1	27.6	4.6	4.9	7.9	3.0	3.6	3.6	0.0
	盘江股份	43.3	31.3	-12.1	19.4	10.3	-9.1	24.1	6.7	-17.4
	上海能源	41.4	30.9	-10.5	21.4	16.0	-5.4	18.4	10.6	-7.9
	淮北矿业	22.1	20.1	-2.0	9.6	8.7	-0.9	17.7	14.3	-3.5
	开滦股份	18.7	14.7	-3.9	8.5	4.3	-4.3	12.8	7.0	-5.8
	平煤股份	34.3	30.9	-3.4	18.1	14.5	-3.6	25.2	12.9	-12.3
	辽宁能源	26.4	19.7	-6.7	4.6	1.5	-3.1	4.1	1.2	-2.9
	潞安环能	52.2	49.9	-2.2	26.8	24.7	-2.1	23.6	14.9	-8.7
	神火股份	32.6	27.2	-5.4	21.4	16.7	-4.7	49.5	24.2	-25.3
无烟煤	兰花科创	54.4	43.6	-10.8	25.5	20.1	-5.5	20.1	11.3	-8.8
	华阳股份	41.3	45.0	3.7	21.4	22.4	1.1	22.9	15.8	-7.1
焦炭	美锦能源	20.2	13.8	-6.4	9.5	2.3	-7.2	12.9	2.8	-10.2
	安泰集团	2.1	-2.4	-4.6	-0.6	-5.6	-5.0	-2.3	-19.0	-16.7
	云维股份	4.9	4.2	-0.7	2.1	0.0	-2.1	5.6	0.0	-5.5
	山西焦化	0.3	-9.4	-9.8	28.7	19.6	-9.1	20.1	8.6	-11.5
	云煤能源	3.0	3.0	0.0	-1.6	4.3	5.9	-2.9	7.1	10.0
	宝泰隆	13.1	10.4	-2.6	3.3	-1.0	-4.4	1.5	0.4	-1.2
	陕西黑猫	5.0	2.5	-2.4	1.3	-2.3	-3.6	2.8	-3.1	-5.9
	金能科技	5.2	1.9	-3.3	1.8	0.1	-1.8	3.0	0.1	-2.9
平均		30.4	26.2	-4.1	16.3	12.6	-3.7	15.8	8.9	-7.0
剔除神华		30.1	26.0	-4.1	16.0	12.3	-3.7	15.8	8.8	-7.1

资料来源: wind、国海证券研究所

## 2.5、经营性现金流同比下降，资产负债率持续降低

**经营性现金流及负债方面:** 36 家煤炭上市公司 2023 年前三季度经营性现金流合计为 2394 亿元, 同比减少 931 亿元, 下降 28%; 截止 2023 年三季报, 36 家煤炭上市公司有息负债合计为 5046 亿元, 同比下降 4%。资产负债率平均为 51.3%, 同比下降 0.6 个百分点; 如果剔除掉中国神华, 35 家煤炭上市公司 2023 年前三季度经营性现

金流合计为 1647 亿元，同比减少 767 亿元，下降 32%；截止 2023 年三季报，35 家煤炭上市公司有息负债合计为 4632 亿元，同比下降 1%，资产负债率平均为 52.1%，同比下降 0.5 个百分点；综合来看，随着盈利能力的下降，上述公司经营性现金流有所减少，但多数公司注重负债管理，资产负债率继续下降，企业整体资产质量得到进一步夯实。

图 25：36 家煤炭上市公司负债和现金流情况（单位：百万元、%）

细分板块	上市公司	经营性现金流			有息负债			资产负债率		
		2022Q1-3	2023Q1-3	同比	2022Q1-3	2023Q1-3	同比	2022Q1-3	2023Q1-3	同比 -pct
动力煤	甘肃能化	817	1947	-53%	2315	5712	147%	39.3	47.5	8.2
	电投能源	6831	5473	-20%	8916	8978	1%	35.1	33.4	-1.7
	郑州煤电	994	148	-85%	2418	2492	3%	81.1	79.8	-1.3
	兖矿能源	32442	19007	-50%	88559	102116	15%	58.7	69.5	10.8
	安源煤业	76	110	46%	3346	4331	29%	95.4	94.7	-0.8
	大有能源	2510	987	-61%	6134	5955	-3%	62.5	62.9	0.4
	山煤国际	8222	5007	-39%	8636	6457	-25%	56.6	50.7	-5.9
	恒源煤电	1575	2728	74%	2217	1961	-12%	42.4	41.0	-1.4
	晋控煤业	3827	4867	27%	9616	5447	-43%	47.2	37.5	-9.7
	中国神华	91090	74720	-18%	62398	41398	-34%	25.5	24.7	-0.8
	昊华能源	3818	3061	-20%	8940	8482	-5%	54.7	52.3	-2.4
	陕西煤业	38487	28470	-34%	7145	5298	-26%	34.6	38.2	3.7
	中煤能源	37818	28355	-25%	85366	74095	-13%	51.0	47.8	-3.3
	新集能源	2513	3369	34%	12551	12589	0%	61.4	58.4	-3.1
	广汇能源	7068	4002	-43%	26522	21401	-19%	61.6	52.7	-8.9
炼焦煤	冀中能源	4350	1771	-59%	13688	16650	22%	50.3	52.5	2.2
	山西焦煤	8480	8915	-26%	12652	11688	-8%	54.4	49.7	-4.7
	永泰能源	4882	4908	1%	27894	24006	-14%	54.8	51.4	-3.4
	盘江股份	2713	1232	-55%	5448	10100	85%	53.0	61.4	8.4
	上海能源	3046	903	-70%	1753	1804	3%	36.6	34.5	-2.2
	淮北矿业	10394	7437	-28%	18345	14644	-20%	54.2	52.6	-1.6
	开滦股份	3045	819	-73%	5523	7273	32%	45.2	47.6	2.5
	平煤股份	6337	6903	9%	17366	22114	27%	68.0	64.6	-3.4
	辽宁能源	1146	510	-55%	4979	4070	-18%	62.9	59.7	-3.2
	潞安环能	25984	9282	-64%	14918	3084	-79%	55.1	44.3	-10.7
无烟煤	神火股份	9262	7042	-24%	20524	26808	31%	61.5	63.1	1.6
	兰花科创	5234	2683	-49%	8675	8852	2%	51.4	49.5	-1.9
焦炭	华阳股份	4593	4302	-6%	18880	19712	4%	56.7	54.5	-2.2
	美锦能源	2419	207	-91%	5424	5908	9%	54.7	57.3	2.6
	安泰集团	95	188	98%	1540	1282	-17%	53.0	57.8	4.8
	云维股份	-70	-83	-19%	20	19	-3%	22.6	10.0	-12.6
	山西焦化	-402	-1241	-208%	5277	6820	29%	35.9	37.8	1.9
	云煤能源	487	-634	-230%	1616	2124	31%	61.2	64.4	3.2
	宝泰隆	47	738	1471%	1533	1566	2%	35.9	38.6	2.7
	陕西黑猫	603	550	-9%	4286	4421	3%	46.8	54.4	7.6
	金能科技	1829	759	-58%	2582	4942	91%	45.3	49.8	4.6
	合计/平均	332562	239445	-28%	528003	504599	-4%	51.8	51.3	-0.6
	剔除神华	241472	164725	-32%	465605	463201	-1%	52.6	52.1	-0.5

资料来源：wind、国海证券研究所

## 2.6、应收账款及存货周转天数同比增长

应收账款方面:36家煤炭上市公司2023年前三季度应收账款周转天数平均为23天,同比增长2天,同比增幅11.7%;存货周转方面,存货周转天数26天,同比增长2天,同比增幅7.8%。

图 26: 36 家煤炭上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天)

细分板块	上市公司	应收账款周转天数			存货周转天数		
		2022Q1-3	2023Q1-3	同比	2022Q1-3	2023Q1-3	同比
动力煤	甘肃能化	32	22	-32.7%	44	50	14.7%
	电投能源	36	25	-31.0%	38	41	7.5%
	郑州煤电	108	88	-18.6%	24	19	-22.7%
	兖矿能源	13	14	7.2%	27	25	-9.1%
	安源煤业	25	35	36.2%	3	4	47.8%
	大有能源	35	43	21.0%	13	16	22.6%
	山煤国际	9	10	13.3%	16	14	-14.2%
	恒源煤电	4	6	27.1%	32	36	12.3%
	晋控煤业	24	22	-8.0%	17	15	-13.9%
	中国神华	12	13	8.3%	23	22	-1.9%
	昊华能源	11	2	-82.6%	10	11	8.9%
	陕西煤业	10	6	-33.6%	12	14	17.1%
	中煤能源	12	15	30.4%	22	27	21.6%
	新集能源	17	30	72.3%	16	18	9.1%
	广汇能源	20	13	-33.1%	17	10	-41.3%
炼焦煤	冀中能源	21	45	113.0%	16	26	69.9%
	山西焦煤	12	21	71.7%	36	27	-27.1%
	永泰能源	31	38	21.9%	11	15	43.5%
	盘江股份	12	15	25.7%	16	18	14.4%
	上海能源	10	14	44.3%	15	20	30.8%
	淮北矿业	9	9	10.6%	16	20	25.4%
	开滦股份	20	18	-8.9%	22	22	1.3%
	平煤股份	32	36	11.6%	10	8	-14.8%
	辽宁能源	38	37	-3.2%	19	12	-37.0%
	潞安环能	24	28	17.3%	18	20	12.3%
无烟煤	神火股份	4	7	52.1%	35	37	5.7%
	兰花科创	3	3	13.5%	34	32	-7.7%
焦炭	华阳股份	23	24	0.1%	13	19	45.6%
	美锦能源	19	27	40.6%	27	29	7.1%
	安泰集团	1	1	1.5%	10	12	13.1%
	云维股份	53	83	58.2%	8	24	188.1%
	山西焦化	1	2	32.2%	18	20	12.0%
	云煤能源	40	50	23.0%	33	33	-1.0%
	宝泰隆	5	8	38.6%	146	152	4.5%
	陕西黑猫	2	3	41.4%	25	40	58.8%
	金能科技	17	24	38.6%	30	34	11.8%
平均		21	23	11.7%	24	26	7.8%
剔除神华		21	23	11.8%	24	26	8.0%

资料来源: wind、国海证券研究所

### 3、投资策略：安监合理修正行业供需关系，股东增持彰显发展自信

**投资策略：**三季度煤炭板块涨势喜人，尤其是8月下旬以来，遥遥领先于同期大盘表现，中国神华、山煤国际等个股创新高，晋控煤业和平煤股份等弹性标的涨幅皆约40%。我们在报告《港口持续去库&印尼产量削减，淡季动力煤价不宜悲观》(20230828)中提到动力煤虽然逐步进入需求淡季，但国内生产及海外进口也有收紧，港口库存持续回落，煤价不宜悲观；在报告《基本面与政策面形成共振，看好板块投资机会》(20230903)中认为基本面（煤价超预期上行等）与政策面（多项地产利好政策出台等）形成共振，持续看好板块行情；在报告《多方面因素共振，煤炭板块配置价值凸显》(20230910)中认为，近期煤炭板块表现抢眼，是基本面、政策面、资金面三方面共振的结果，基本面体现在供应收缩超预期、市场结构性缺货、结构性需求释放、煤价表现超预期等方面，政策面体现在稳地产及稳经济预期较强，对周期品预期需求有拉动作用，资金面体现在板块机构仓位低、配置需求上升等方面。复盘来看，此轮行情的表现确实与我们报告的分析颇为一致，但表现强度还是超预期。这轮行情的催化剂是“淡季”动力煤价超预期上行，背后的因素主要在于供给端和需求端都有积极变化，下游电厂高库存背景下，国内安监合理回归带来煤矿产能利用率显著下滑，叠加非电行业需求上升，流通盘较小的市场煤很容易拉涨，另外发运利润较差，导致港口货源稀缺，抬升了市场对整体煤价中枢的预期，提高了对行业产能方面的再认知，对行业供需关系有了进一步合理修正，对行业价值属性有了更为清晰的认识。

此外，多家公司股东、管理层增持，彰显自身发展自信。2023年10月16日，中煤能源收到控股股东中国中煤能源集团有限公司（简称“中煤集团”）通知，中煤集团拟自本公告披露之日起12个月内通过上海证券交易所采用集中竞价、大宗交易等方式增持公司A股股份，累计增持数量不超过5,000万股（不超过总股本0.38%）；中国神华控股股东国家能源投资集团有限责任公司计划在未来12个月内，通过其全资子公司国家能源集团资本控股有限公司，以上海证券交易所允许的方式（包括但不限于集中竞价交易、大宗交易等）增持中国神华A股股份，增持金额不低于人民币5亿元、不超过人民币6亿元，增持价格不超过人民币33.10元/股，资金来源为自有资金。这是今年煤炭板块继开滦股份、永泰能源、平煤股份以来的第四、五家控股股东或高管人员选择增持的上市公司，两家公司股东增持彰显对自身未来发展的信心及长期投资价值的认可，在未来若干年行业供需紧平衡，盈利具有持续性的基础上，板块整体具备“高盈利、高现金流、高壁垒、高分红、高安全边际”等五高特征，建议把握煤炭板块投资价值机会。

**长期来看，**在能源转型过程中，需要对能源系统平稳运行进行保驾护航，安全稳定和成本低廉的煤电无疑是最佳选择。中长期来看，火力发电在发电领域主体地位不会改变，遇到极端情况下地位还会进一步强化，“十四五”期间火电新机组同比明显提升，火电生产仍呈现不断增长的势头，对煤炭需求拉动具有决定性作用。然而开采煤矿手续复杂、建设和生产周期长，新建矿井成本大幅抬升，主流煤企新建矿井意愿仍然很弱，行业在产产能基本达到高负荷状态，经历过去两年产能核增后，核增空间已经大幅减少，叠加东部等地区资源枯竭矿井不断退出，行业供给能力的约束依然没变。建议低位布局煤炭板块，维持行业“推荐”评级。**动力煤股建议关**



**注：**中国神华（长协煤占比高，业绩稳健高分红）；陕西煤业（资源禀赋优异，业绩稳健高分红）；兖矿能源（海外煤矿资产规模大，弹性高分红标的）；中煤能源（长协比例高，低估值标的）；山煤国际（煤矿成本低，盈利能力强分红高）；晋控煤业（账上净货币资金多，业绩有提升改善空间）；广汇能源（煤炭天然气双轮驱动，产能扩张逻辑顺畅）；新集能源（煤电一体化程度持续深化，盈利稳定投资价值高）。  
**冶金煤建议关注：**潞安环能（市场煤占比高，业绩弹性大）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，煤焦化等仍有增长空间）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，发行可转债）。  
**煤炭+电解铝建议关注：**神火股份（煤电一体化，电解铝弹性标的）。  
**无烟煤建议关注：**华阳股份（布局钠离子电池，新老能源共振）；兰花科创（资源禀赋优异，优质无烟煤标的）。

#### 重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2023/11/03		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	评级	
601088.SH	中国神华	30.37	3.50	3.17	3.31	8.7	9.6	9.2	买入	
601225.SH	陕西煤业	17.98	3.62	2.44	2.48	5.0	7.4	7.3	买入	
600188.SH	兖矿能源	19.29	6.30	2.83	3.09	3.1	6.8	6.2	买入	
601898.SH	中煤能源	8.52	1.38	1.59	1.73	6.2	5.4	4.9	买入	
600546.SH	山煤国际	16.05	3.52	2.80	2.87	4.6	5.7	5.6	买入	
600256.SH	广汇能源	7.50	1.73	1.16	1.59	4.3	6.4	4.7	买入	
601699.SH	潞安环能	19.17	4.74	3.21	3.39	4.0	6.0	5.7	买入	
000983.SZ	山西焦煤	8.63	2.09	1.24	1.31	4.1	6.9	6.6	买入	
600348.SH	华阳股份	7.99	2.92	1.43	1.57	2.7	5.6	5.1	买入	
000933.SZ	神火股份	15.85	3.39	2.54	2.95	4.7	6.2	5.4	买入	
600985.SH	淮北矿业	14.30	2.83	2.65	2.83	5.1	5.4	5.1	买入	
601666.SH	平煤股份	10.01	2.47	1.64	1.78	4.0	6.1	5.6	买入	
600123.SH	兰花科创	9.07	2.82	1.53	1.70	3.2	5.9	5.3	买入	
601918.SH	新集能源	4.82	0.80	0.95	1.00	6.0	5.1	4.8	买入	
601001.SH	晋控煤业	11.55	1.82	1.73	1.84	6.3	6.7	6.3	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 4、风险提示

- 1) 经济增速不及预期风险。**房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- 2) 政策调控力度超预期的风险。**供给侧结构性改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能存在调控力度超预期风险。
- 3) 可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

**4) 煤炭进口影响风险。**随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。

**5) 重点关注公司业绩可能不及预期风险。**

**6) 煤炭价格波动风险。**煤炭板块的盈利主要是由煤炭产销量、煤价、成本费用等决定，尤其是煤价，如果煤价变化较大，可能造成板块盈利波动较大。

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

## 【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

## 【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载