

## 煤炭开采行业 2019 年报及 2020 年 1 季报总结

19 年盈利基本平稳，供需格局正在改善，估值仍处低位

### 核心观点：

- **19 年业绩概况：**行业盈利小幅下滑 2.7%，平均 ROE 仍达 10%。19 年以来煤炭需求略有回落，供给端平稳增长，煤价中枢小幅回落。其中秦港 5500 大卡动力煤均价从 18 年的 647 元/吨下滑到 587 元/吨，同比下降 9.2%，而煤炭行业规模以上企业 19 年实现利润总额也同比下降 2.4%至 2830 亿元。(1) 上市公司业绩：我们覆盖的 28 家煤炭开采企业 19 年实现营业收入 10419 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润和扣非后净利润分别为 924 亿元和 836 亿元（18 年分别为 894 亿元和 859 亿元），同比增长 3.4%和减少 2.7%。  
(2) 主要财务指标：19 年重点煤炭上市公司的平均毛利率、净利率和 ROE 分别为 29.7%、8.6%、10.2%，同比分别下降 1.5 pct、0.9 pct、0.4pct。各煤企平均期间费用率为 16.0%，同比增加 0.9pct。而各煤企平均资产负债率为 55.0%，同比下降约 1.1pct。各煤企平均经营性现金流净额为 68.6 亿元，同比减少 13.8%。
- **19 年经营概况：**总体产销量同比增长 2.7%和 6.4%，平均吨煤净利约 85 元。(1) 产销量：19 年随着部分在建煤矿投产、安全高效煤矿核增产能以及部分表外产量转表内影响，行业产销继续小幅回升。28 家重点上市公司 19 年煤炭产销量分别为 10.5 亿吨和 14.9 亿吨，同比提升 2.7%和 6.4%。  
(2) 收入成本：根据我们测算，各公司平均吨煤收入同比下降 1.3%，平均吨煤成本同比上涨 4.2%，平均吨煤净利约 85 元，同比下降 8.2%，其中陕煤、淮矿、盘江等公司吨净利在 120 元以上。
- **20Q1 业绩概况：**行业盈利同比下滑约 26%，平均净利率回落至 5.7%。  
(1) 上市公司业绩：受疫情及煤价下跌影响，我们覆盖的重点公司中，多数公司 20Q1 业绩同比明显下滑，1 季度 28 家煤企归母净利润和扣非净利润总计分别为 197 亿元和 191 亿元，同比减少 25.5%和 22.5%，环比 19 年 4 季度分别增长 96.4%和 143.9%。  
(2) 主要财务指标：20Q1 各公司毛利率和净利率平均分别为 26.8%和 5.7%，同比小幅下降 3.0 和 3.7 pct。平均期间费用率同比略增 1.2%，环比下降 3.2 pct。
- **20Q1 经营概况：**煤炭产销受疫情影响不大，吨煤收入明显下降，近半数公司吨煤成本小幅上升。(1) 产销量：截止目前，22 家公司披露了较为完整的 20Q1 经营数据，22 家公司 1 季度商品煤产量总和为 2.2 亿吨，同比增长 2.6%。商品煤销量总和为 3.2 亿吨，同比增长 4.4%。  
(2) 收入成本：根据我们测算，各公司吨煤收入和成本平均同比分别下滑 7.0%和上涨 3.2%，平均吨煤净利约 100 元。
- **行业观点：**业绩表现总体符合预期，2 季度行业供需有望改善，估值处于历史低位。考虑到 19 年以来煤炭行业供需和价格表现，我们认为多数公司业绩表现符合预期。5 月以后，随着国内疫情继续缓解，下游复工复产恢复正常，以及旺季逐步来临，供需产能利用率基本匹配，煤炭供需有望逐步改善，带动煤价逐步企稳。中长期来看，全球及国内煤炭供给基本平稳，疫情缓解后国内经济仍将稳步增长预期下，煤炭行业未来五年或维持供需基本平衡，煤价或维持在绿色区间。我们认为，虽然短期煤价有所下行，但受益于供需基本平稳，煤炭公司特别是资源优势明显的公司盈利、现金流及分红较为稳健。目前板块多数煤炭公司的分红收益率达到 5-8%。行业 PB(LF)下降至 0.85 倍（上一轮最低点 2014/3/10 为 0.99 倍），板块投资价值显现。重点看好公司包括陕西煤业、平煤股份、兖州煤业、西山煤电、潞安环能和部分央企龙头等。
- **风险提示。**下游需求超预期回落，煤价超预期下跌，各公司成本费用过快上涨，计提大额资产减值准备等。

### 行业评级

买入

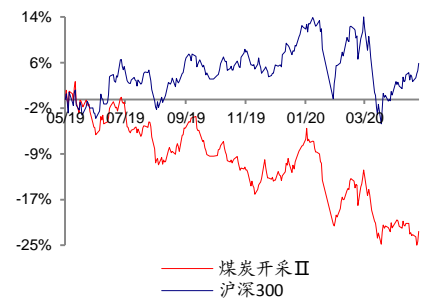
前次评级

买入

报告日期

2020-05-05

### 相对市场表现



分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：

宋伟



SAC 执证号：S0260518050002



SFC CE No. BMV636



021-60750610

songwei@gf.com.cn

### 相关研究：

- |                        |            |
|------------------------|------------|
| 煤炭开采行业周报：沿海电厂          | 2020-04-26 |
| 日耗降幅明显收窄，行业供给有望收缩      |            |
| 煤炭开采行业周报：港口煤价          | 2020-04-19 |
| 跌幅收窄，行业供给有望收缩          |            |
| 煤炭开采行业周报：电厂持续          | 2020-04-12 |
| 去库，港口煤价承压下行，关注煤电长协签订进展 |            |

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
陕西煤业	601225.SH	RMB	7.54	2020/4/30	买入	9.77	0.99	1.09	7.62	6.92	1.12	0.98	14.83	14.24
兖州煤业	600188.SH	RMB	8.29	2019/10/28	买入	13.90	1.78	1.85	4.67	4.47	0.60	0.54	12.80	12.17
西山煤电	000983.SZ	RMB	4.73	2019/8/6	买入	8.29	0.67	0.71	7.09	6.65	0.62	0.57	8.81	8.58
平煤股份	601666.SH	RMB	4.20	2020/4/30	买入	5.25	0.45	0.51	9.31	8.19	0.60	0.53	6.43	6.44
潞安环能	601699.SH	RMB	5.68	2020/5/5	买入	7.13	0.68	0.75	8.30	7.58	0.64	0.60	7.67	7.87
兖州煤业 股份	01171.HK	HKD	5.76	2019/10/28	买入	10.50	1.78	1.85	2.95	2.83	0.38	0.34	12.80	12.17

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算。A+H 股上市公司的业绩预测一致, 且货币单位均为人民币元; 对应的 H 股 PE 和 PB 估值, 为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

## 目录索引

一、19 年业绩概况：行业盈利小幅下滑 2.7%，平均 ROE 仍在 10%左右 .....	5
（一）主要指标：板块整体归母净利和扣非后净利同比+3.4%和-2.7% .....	5
（二）盈利能力：平均毛利率、净利率和 ROE 分别达 29.7%、8.6%和 10.2%，同 比小幅下滑 .....	8
（三）其他指标：期间费用率小幅上升，资产负债率略降，经营性现金流回落 .....	10
二、19 年经营概况：总体产销量同比增长 2.7%和 6.4%，平均吨煤净利约 85 元 .....	13
（一）19 年重点煤企煤炭产销量同比提升 2.7%和 6.4% .....	13
（二）吨煤收入和成本分别同比-1.3%和+4.2%，平均吨煤毛利约 208 元 .....	14
（三）平均吨煤净利约 85 元，陕煤、淮矿、盘江等公司吨净利在 120 元以上 .....	15
三、20Q1 业绩概况：行业盈利同比下滑约 26%，平均净利率回落至 5.7% .....	17
（一）主要指标：总体归母净利和扣非净利同比下降约 26%和 23% .....	17
（二）其他指标：平均毛利率和净利率分别为 26.8%和 5.7%，期间费用率同比略 增，现金流同比继续下降 .....	21
四、20Q1 经营概况：煤炭产销受疫情影响不大，吨煤收入明显下降，近半数公司吨煤成 本小幅上升 .....	26
（一）整体产销量同比分别增长 2.6%和 4.4% .....	26
（二）吨煤收入和成本平均同比分别下滑 7.0%和上涨 3.2%，平均吨煤净利约 100 元 .....	27
五、行业观点：业绩表现总体符合预期，2 季度行业供需有望改善，估值处于历史低位 .....	29
六、风险提示 .....	29

## 图表索引

表 1: 2017-2019 年行业重点上市公司业绩概览 .....	6
表 2: 2019 年各季度行业重点上市公司业绩概览 .....	7
表 3: 2018-2019 年行业重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览 .....	9
表 4: 2019 年行业重点上市公司期间费用率概览 .....	10
表 5: 2018-2019 年行业重点上市公司经营性现金流情况 (单位: 亿元) .....	11
表 6: 2018-2019 年行业重点上市公司产销量情况 (单位: 万吨) .....	13
表 7: 2018-2019 年煤炭行业重点上市公司吨煤收入和成本 .....	14
表 8: 2018-2019 年行业重点上市公司吨煤净利统计 (单位: 元/吨) .....	16
表 9: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度营业收入 (单位: 亿元) .....	17
表 10: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度归母净利润 (单位: 亿元) .....	18
表 11: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度扣非后净利润 (单位: 亿元) .....	19
表 12: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度毛利率 .....	21
表 13: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度净利率 .....	22
表 14: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度期间费用率 .....	23
表 15: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度经营性现金流量净额 (单位: 亿元) .....	24
表 16: 2019-2020Q1 行业重点上市公司产销概况 .....	26
表 17: 2019-2020Q1 行业重点上市公司吨煤收入和成本概况 .....	27
表 18: 2019-2020Q1 行业重点上市公司吨煤净利概况 .....	28

## 一、19 年业绩概况：行业盈利小幅下滑 2.7%，平均 ROE 仍在 10%左右

### （一）主要指标：板块整体归母净利和扣非后净利同比+3.4%和-2.7%

2019年煤炭市场价格平稳回落，总体好于年初市场预期。需求方面，由于经济增速下行煤炭需求增速略有放缓，主要下游行业中火发电量19年同比增长1.9%（2017和2018年增速分别为4.6%和6.0%），粗钢产量同比增长8.3%（2017和2018年增速分别为5.7%和6.6%），而供给方面，上半年陕西内蒙等地矿难频发，安监力度显著增强，进入下半年供给逐步恢复，优质产能也在贡献增量，煤价中枢出现回落。总体来看，19年秦港5500大卡动力煤均价从18年的647元/吨下滑到587元/吨，同比下降9.2%，而煤炭行业规模以上企业19年实现利润总额也同比下降2.4%至2830亿元。

上市公司方面，我们覆盖的33家重点公司中，除平庄能源和郑州煤电外，其余各公司均实现盈利。其中，28家煤炭开采企业19年实现营业收入10419亿元，同比增长5.8%；归母净利润和扣非后净利润分别为924亿元和836亿元（18年分别为894亿元和859亿元），同比增长3.4%和减少2.7%。扣除中国神华后，其余27家公司实现归母净利润和扣非后净利润分别为492亿元和425亿元（18年分别为455亿元和399亿元），同比增长8.1%和6.6%。分季度来看，28家公司19年Q1-4单季度扣非后净利润分别为246.0、261.2、250.8、78.2亿元，而扣除中国神华后分别为132.6、147.8、123.9和20.7亿元，4季度环比减少83%，主要与多家公司19Q4计提资产减值、成本费用上升有关。

- ◇ **盈利规模较大的公司：**动力煤公司中排名前三的包括神华（432.5亿元，同比-1.4%）、陕煤（116.4亿元，同比+5.9%）、兖州煤业（86.7亿元，同比+9.6%）。而焦煤和无烟煤子板块中盈利规模较大的公司主要包括淮北矿业（36.3亿元，同比+1.9%）、潞安环能（23.8亿元，同比+1.4%）、西山煤电（17.1亿元，同比-5.1%）和阳泉煤业（17.0亿元，同比-13.7%）。
- ◇ **盈利增速较快的公司：**神火股份（13.5亿元，同比+452.2%，主要因公司诉讼得以解决并收到大额探矿权转让收益提升业绩）、山煤国际（11.7亿元，同比+432.8%，受益于煤炭产量继续较快增长，剥离贸易业务是主要盈利增长来源）、新集能源（5.8亿元，同比+120.4%，主要系非流动资产处置收益8.7亿元）和永泰能源（1.4亿元，同比+112.6%，主要原因系本期电力业务动力煤采购价格下降及财务费用减少所致）。
- ◇ **由盈利转亏损的公司：**19年郑州煤电亏损9.2亿元，主要原因有主力生产矿井产量、煤质下降和计提相关减值准备。

此外，我们覆盖的其他5家公司中主营供应链管理和金融业务的易见股份和瑞茂通盈利8.9亿元和4.1亿元，同比分别+8.8%和-13.1%（瑞茂通业绩下滑主要和供应链金融业务规模下降有关）。主营煤层气业务的蓝焰控股，19年实现归母净利润5.6



亿元，同比-17.9%（业绩下滑主要原因是由于一方面工程施工业务减少，另一方面受国家煤层气销售补贴政策尚未明确影响，公司按照实际收到的中央财政补贴确认收益同比减少）。原主营焦化业务的山西焦化19年盈利4.7亿元，同比-69.1%（主营焦炭及化工品业务量价齐跌，而成本费用增加较多）。主营焦化业务的金能科技也因焦炭及化工品价格下跌，19年实现归母净利7.6亿元，同比-40%。

表 1：2017-2019年行业重点上市公司业绩概览

证券代码	公司名称	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
		2017	2018	2019	2019 同比	2017	2018	2019	2019 同比
动力煤									
000552.SZ	靖远煤电	39.8	40.9	40.6	-0.9%	5.5	5.7	5.2	-8.4%
000683.SZ	远兴能源	103.0	89.2	76.9	-13.8%	7.1	13.0	6.7	-48.2%
000780.SZ	平庄能源	28.1	22.2	21.5	-3.2%	4.8	-2.5	-0.8	-
002128.SZ	露天煤业	167.5	177.7	191.6	7.8%	18.9	20.3	24.7	21.5%
600121.SH	郑州煤电	57.1	48.1	35.8	-25.6%	6.3	1.7	-9.2	-
600188.SH	兖州煤业	1512.3	1630.1	2006.5	23.1%	67.7	79.1	86.7	9.6%
600397.SH	安源煤业	41.3	50.5	55.5	10.0%	-6.9	0.6	0.2	-70.5%
600403.SH	大有能源	68.3	78.6	59.0	-24.9%	4.8	6.5	0.8	-88.2%
600508.SH	上海能源	63.3	68.5	76.2	11.3%	5.2	6.6	5.7	-13.1%
600546.SH	山煤国际	409.4	381.4	376.6	-1.3%	4.2	2.2	11.7	432.8%
600971.SH	恒源煤电	65.4	59.0	60.0	1.7%	11.0	12.2	11.3	-7.6%
601001.SH	大同煤业	91.6	112.6	113.6	0.9%	6.0	6.6	9.0	36.0%
601088.SH	中国神华	2487.5	2641.0	2418.7	-8.4%	450.4	438.7	432.5	-1.4%
601225.SH	陕西煤业	509.3	572.2	734.0	28.3%	104.5	109.9	116.4	5.9%
601898.SH	中煤能源	815.1	1041.4	1292.9	24.2%	22.9	33.5	56.3	67.8%
601918.SH	新集能源	74.7	87.5	92.2	5.4%	0.2	2.6	5.8	120.4%
小计		6533.7	7101.0	7651.7	7.8%	712.7	736.8	763.0	3.6%
小计（不包括中国神华）		4046.3	4460.0	5233.0	17.3%	262.3	298.1	330.5	10.8%
炼焦煤									
000937.SZ	冀中能源	203.8	214.6	217.4	1.3%	10.6	8.7	9.0	3.4%
000983.SZ	西山煤电	286.6	322.7	329.5	2.1%	15.7	18.0	17.1	-5.1%
600157.SH	永泰能源	223.9	223.3	211.9	-5.1%	6.0	0.7	1.4	112.6%
600395.SH	盘江股份	60.8	60.9	64.6	6.0%	8.8	9.4	10.9	15.5%
600997.SH	开滦股份	185.6	204.6	200.7	-1.9%	5.2	13.6	11.5	-15.7%
601666.SH	平煤股份	211.7	208.3	236.4	13.5%	13.8	7.1	11.6	61.6%
600985.SH	淮北矿业	549.6	577.8	600.9	4.0%	28.9	35.6	36.3	1.9%
601699.SH	潞安环能	235.4	266.8	267.9	0.4%	27.8	23.5	23.8	1.4%
小计		1957.3	2078.9	2129.2	2.4%	116.8	116.7	121.5	4.1%
无烟煤									
600123.SH	兰花科创	75.7	85.3	79.5	-6.8%	7.8	10.8	6.6	-38.7%
000933.SZ	神火股份	197.9	193.7	176.2	-9.0%	3.8	2.4	13.5	452.2%
600348.SH	阳泉煤业	281.1	326.8	326.6	-0.1%	16.4	19.7	17.0	-13.7%

601101.SH	昊华能源	55.8	58.1	55.3	-4.8%	6.2	7.2	2.6	-63.6%
小计		610.5	663.9	637.6	-4.0%	34.2	40.2	39.7	-1.1%
其他									
000968.SZ	蓝焰控股	19.0	23.3	18.9	-19.1%	4.9	6.8	5.6	-17.9%
600093.SH	易见股份	154.4	135.5	141.7	4.6%	8.2	8.1	8.9	8.8%
600180.SH	瑞茂通	375.0	381.0	402.6	5.7%	7.2	4.8	4.1	-13.1%
600740.SH	山西焦化	59.9	72.3	66.4	-8.1%	0.9	15.3	4.7	-69.1%
603113.SH	金能科技	66.5	88.1	81.5	-7.5%	6.8	12.7	7.6	-40.0%
总计		9101.5	9843.9	10418.5	5.8%	863.7	893.7	924.2	3.4%
总计（不包括中国神华）		6614.1	7202.9	7999.8	11.1%	413.4	455.0	491.7	8.1%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：总计均不包括其他中的 5 家公司

表 2：2019 年各季度行业重点上市公司业绩概览

证券代码	公司名称	归母净利润（亿元）				扣非归母净利润（亿元）			
		19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
动力煤									
000552.SZ	靖远煤电	1.5	1.3	1.1	1.4	1.5	1.3	1.0	1.3
000683.SZ	远兴能源	2.5	2.3	1.7	0.3	2.4	2.2	1.8	0.1
000780.SZ	平庄能源	-1.8	-0.1	0.1	0.9	-1.8	-0.2	-0.6	0.0
002128.SZ	露天煤业	7.9	5.9	5.9	5.1	8.0	5.7	5.9	3.9
600121.SH	郑州煤电	0.1	0.0	-0.8	-8.6	0.0	0.0	-0.9	-6.0
600188.SH	兖州煤业	23.1	30.5	16.2	16.8	22.3	27.9	16.3	8.2
600397.SH	安源煤业	0.2	-0.1	-1.0	1.0	0.3	-0.1	-0.9	0.9
600403.SH	大有能源	1.5	-0.4	0.4	-0.8	1.3	-0.4	0.2	-0.4
600508.SH	上海能源	2.4	2.4	1.9	-0.9	2.4	2.4	1.8	-0.8
600546.SH	山煤国际	2.2	2.9	2.9	3.8	2.2	3.3	3.0	4.2
600971.SH	恒源煤电	2.4	2.6	2.2	4.1	2.4	2.6	2.2	4.2
601001.SH	大同煤业	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.1
601088.SH	中国神华	125.9	116.6	128.5	61.6	113.5	113.4	126.9	57.5
601225.SH	陕西煤业	27.7	31.0	32.1	25.6	25.0	32.8	31.4	22.3
601898.SH	中煤能源	15.4	22.5	19.7	-1.3	15.3	22.2	18.3	-2.3
601918.SH	新集能源	4.1	3.3	12.0	-13.6	4.1	3.3	3.4	-13.7
小计		217.4	222.7	225.2	97.7	201.1	218.8	212.0	81.4
小计（不包括中国神华）		91.6	106.1	96.8	36.0	87.7	105.4	85.1	23.9
炼焦煤									
000937.SZ	冀中能源	2.3	2.2	2.7	1.7	1.8	2.4	2.9	2.1
000983.SZ	西山煤电	5.9	6.7	5.4	-1.0	6.0	6.8	5.4	-1.1
600157.SH	永泰能源	0.3	0.6	0.4	0.1	0.1	0.3	0.2	0.4
600395.SH	盘江股份	3.0	3.3	2.7	1.9	2.9	2.6	2.7	2.1
600997.SH	开滦股份	3.7	3.5	2.9	1.4	3.7	3.5	2.9	1.3
601666.SH	平煤股份	3.2	2.7	2.9	2.7	3.2	2.7	2.8	2.7

600985.SH	淮北矿业	9.2	10.1	9.1	7.9	8.3	10.0	8.6	4.9
601699.SH	潞安环能	9.1	6.0	6.1	2.7	9.2	5.9	5.8	0.9
小计		36.7	35.1	32.2	17.4	35.0	34.3	31.3	13.2
无烟煤									
600123.SH	兰花科创	2.1	3.3	1.9	-0.8	2.1	3.4	2.0	-0.8
000933.SZ	神火股份	0.6	2.2	22.4	-11.8	0.4	-2.9	-0.4	-12.8
600348.SH	阳泉煤业	5.3	5.3	5.3	1.0	5.3	5.4	5.3	-0.1
601101.SH	昊华能源	2.2	2.3	1.6	-3.4	2.1	2.2	0.6	-2.7
小计		10.1	13.1	31.3	-14.9	9.9	8.1	7.5	-16.5
其他									
000968.SZ	蓝焰控股	1.3	2.1	1.7	0.5	1.2	2.0	1.7	0.4
600093.SH	易见股份	2.0	2.6	3.2	1.1	2.0	2.6	3.2	1.1
600180.SH	瑞茂通	2.4	0.8	0.4	0.5	2.0	-0.1	-0.8	1.3
600740.SH	山西焦化	4.7	2.9	1.3	-4.3	4.5	3.3	1.3	-4.6
603113.SH	金能科技	1.5	2.5	2.0	1.7	1.2	2.1	1.7	1.4
总计		264.3	271.0	288.8	100.2	246.0	261.2	250.8	78.2
总计（不包括中国神华）		138.4	154.4	160.3	38.6	132.6	147.8	123.9	20.7

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：总计均不包括其他中的 5 家公司

## （二）盈利能力：平均毛利率、净利率和 ROE 分别达 29.7%、8.6%和 10.2%，同比小幅下滑

19年主要煤企盈利能力总体较去年略有下降，剔除亏损较严重的郑州煤电和平庄能源，其余26家重点煤炭上市公司的平均毛利率、净利率和ROE分别为29.7%、8.6%、10.2%，同比分别下降1.5 pct、0.9 pct、0.4pct。其中：

- ✧ 毛利率水平达到40%以上公司有：大同煤业（55.3%）、昊华能源（53.9%）、恒源煤电（44.6%）、陕西煤业（40.9%）、中国神华（40.7%）、新集能源（40.2%）。
- ✧ 净利率水平达到20%以上的公司有：陕西煤业（22.7%）和中国神华（21.3%）。
- ✧ ROE达到15%以上的公司有：陕西煤业（21.5%）、淮北矿业（20.6%）、神火股份（18.9%）、山煤国际（16.9%）、露天煤业（15.9%）、盘江股份（15.5%）和大同煤业（15.1%）。



表 3: 2018-2019 年行业重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览

证券代码	公司名称	毛利率			净利率			净资产收益率		
		2018	2019	同比（pct）	2018	2019	同比（pct）	2018	2019	同比（pct）
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	28.7%	28.0%	-0.7	14.0%	13.0%	-1.1	8.1%	7.0%	-1.1
000683.SZ	远兴能源	41.3%	36.5%	-4.8	18.4%	11.3%	-7.0	13.9%	6.9%	-7.1
000780.SZ	平庄能源	29.6%	22.9%	-6.7	-11.3%	-3.6%	-	-5.7%	-2.0%	-
002128.SZ	露天煤业	26.2%	27.3%	1.1	12.3%	14.1%	1.8	14.5%	15.9%	1.4
600121.SH	郑州煤电	34.5%	25.1%	-9.3	8.4%	-22.0%	-	4.8%	-29.0%	-
600188.SH	兖州煤业	19.5%	13.9%	-5.6	6.5%	5.5%	-1.0	13.5%	13.8%	0.4
600397.SH	安源煤业	13.3%	9.3%	-4.0	1.2%	0.2%	-1.0	7.8%	2.2%	-5.6
600403.SH	大有能源	33.6%	27.0%	-6.5	7.9%	0.2%	-7.7	8.4%	0.1%	-8.2
600508.SH	上海能源	31.0%	24.8%	-6.2	8.5%	6.4%	-2.1	7.2%	6.0%	-1.2
600546.SH	山煤国际	20.0%	22.0%	2.0	3.7%	4.2%	0.5	4.8%	16.9%	12.1
600971.SH	恒源煤电	45.8%	44.6%	-1.3	20.7%	18.8%	-2.0	16.6%	13.7%	-2.9
601001.SH	大同煤业	51.6%	55.3%	3.7	10.5%	12.0%	1.6	12.6%	15.1%	2.5
601088.SH	中国神华	41.1%	40.7%	-0.4	20.5%	21.3%	0.8	13.9%	12.7%	-1.2
601225.SH	陕西煤业	48.7%	40.9%	-7.8	27.8%	22.7%	-5.2	22.9%	21.5%	-1.4
601898.SH	中煤能源	28.6%	27.9%	-0.7	5.9%	6.6%	0.7	3.7%	5.9%	2.2
601918.SH	新集能源	41.7%	40.2%	-1.5	4.7%	8.2%	3.5	5.2%	9.1%	4.0
	算术平均	34.8%	31.8%	-3.0	10.6%	7.9%	-2.7	9.6%	7.6%	-2.0
炼焦煤										
000937.SZ	冀中能源	26.8%	23.2%	-3.7	4.9%	5.5%	0.6	4.5%	4.5%	0.0
000983.SZ	西山煤电	31.8%	31.9%	0.1	6.7%	6.1%	-0.5	9.5%	8.5%	-1.0
600157.SH	永泰能源	26.5%	29.6%	3.0	0.7%	1.3%	0.6	0.3%	0.6%	0.3
600395.SH	盘江股份	33.9%	35.7%	1.8	15.5%	16.9%	1.4	14.5%	15.5%	1.0
600997.SH	开滦股份	16.4%	15.2%	-1.2	7.9%	6.4%	-1.5	13.8%	10.6%	-3.2
601666.SH	平煤股份	19.5%	20.7%	1.2	4.2%	5.6%	1.4	5.7%	8.5%	2.8
600985.SH	淮北矿业	19.3%	16.5%	-2.8	6.9%	6.0%	-0.8	24.2%	20.6%	-3.6
601699.SH	潞安环能	38.9%	38.7%	-0.2	6.1%	8.6%	2.5	10.7%	9.5%	-1.2
	算术平均	26.7%	26.4%	-0.2	6.6%	7.1%	0.5	10.4%	9.8%	-0.6
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	42.5%	36.4%	-6.0	10.8%	6.7%	-4.1	11.0%	6.4%	-4.6
000933.SZ	神火股份	12.7%	14.8%	2.1	-0.3%	3.2%	-	4.0%	18.9%	14.9
600348.SH	阳泉煤业	18.8%	18.1%	-0.7	6.4%	5.5%	-0.9	11.6%	10.2%	-1.4
601101.SH	昊华能源	54.4%	53.9%	-0.5	14.2%	7.4%	-6.8	11.4%	3.9%	-7.5
	算术平均	32.1%	30.8%	-1.3	7.8%	5.7%	-2.1	9.5%	9.8%	0.4
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	38.3%	41.8%	3.5	28.6%	28.5%	-0.1	19.4%	13.6%	-5.8
600093.SH	易见股份	3.0%	1.6%	-1.4	5.9%	5.8%	-0.1	11.8%	11.8%	0.0
600180.SH	瑞茂通	7.9%	7.1%	-0.7	1.2%	1.0%	-0.2	8.8%	7.0%	-1.8
600740.SH	山西焦化	11.4%	-2.3%	-13.6	20.8%	6.8%	-14.0	21.6%	4.7%	-16.9

603113.SH	金能科技	21.1%	14.8%	-6.3	14.4%	9.4%	-5.1	28.7%	14.4%	-14.3
算术平均*		31.3%	29.7%	-1.5	9.5%	8.6%	-0.9	10.5%	10.2%	-0.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 算术平均\*不包括安源煤业和其他中的5家公司

### (三) 其他指标: 期间费用率小幅上升, 资产负债率略降, 经营性现金流回落

**期间费用率:** 19年重点煤企上市公司的平均期间费用率小幅上升, 28家重点煤企中17家公司的期间费用率出现上升, 平均期间费用率为16.0%, 同比增加0.9pct。其中财务费用率、管理费用率和销售费用率分别为3.5%、8.5%和3.0%, 同比下降0.5pct、上升0.5pct和下降0.1pct。

**资产负债率:** 各公司偿债能力同18年基本持平, 截至19年底, 重点煤企平均资产负债率为55.0%, 同比下降约1.1pct。

**经营性现金流:** 19年28家重点煤企的经营性现金流也出现下滑, 平均经营性现金流净额为68.6亿元, 同比减少13.8% (18年为79.6亿元)。重点煤企销售收到的现金与营收的比值平均约为95.3%, 同比减少0.3pct; 经营性现金流净额/营业收入的比值平均约为17.1%, 同比减少2.9pct。

表 4: 2019 年行业重点上市公司期间费用率概览

证券代码	公司名称	期间费用率		财务费用率		管理费用率		销售费用率		资产负债率	
		2019	同比 ( pct )	2019	同比 ( pct )	2019	同比 ( pct )	2019	同比 ( pct )	2019	同比 ( pct )
动力煤											
000552.SZ	靖远煤电	7.5%	0.4	0.3%	0.0	5.7%	0.6	1.4%	-0.4	28.5%	0.8
000683.SZ	远兴能源	22.3%	4.1	3.3%	0.4	11.8%	1.9	5.5%	0.2	48.3%	-1.9
000780.SZ	平庄能源	28.7%	-4.5	-1.5%	-	27.5%	-5.6	2.4%	0.4	20.7%	0.6
002128.SZ	露天煤业	5.1%	-0.4	2.6%	-0.1	2.1%	-0.2	0.3%	-0.1	44.6%	-1.8
600121.SH	郑州煤电	22.2%	5.3	7.5%	1.5	12.6%	3.1	2.1%	0.6	71.6%	6.8
600188.SH	兖州煤业	6.6%	-2.8	1.3%	-0.8	2.4%	-1.3	2.8%	-0.8	59.8%	1.5
600397.SH	安源煤业	8.7%	-0.1	4.3%	-0.2	3.4%	0.2	1.0%	-0.3	88.8%	0.1
600403.SH	大有能源	25.5%	8.4	2.3%	-1.2	18.7%	6.8	2.0%	0.3	61.0%	10.2
600508.SH	上海能源	13.7%	-0.1	1.9%	0.5	9.8%	-0.5	1.9%	-0.3	40.4%	5.4
600546.SH	山煤国际	10.2%	2.0	3.1%	-0.7	4.0%	0.5	2.7%	1.8	75.9%	-3.4
600971.SH	恒源煤电	22.6%	3.1	1.6%	-0.4	15.0%	-0.9	1.7%	0.0	42.8%	-2.2
601001.SH	大同煤业	31.7%	4.4	5.0%	-0.6	5.8%	1.9	19.4%	1.5%	59.0%	-2.0
601088.SH	中国神华	9.7%	0.2	1.0%	-0.5	8.0%	0.3	0.3%	0.0	25.6%	-5.5
601225.SH	陕西煤业	12.3%	-0.7	0.7%	0.6	7.7%	-1.3	3.8%	-0.1	39.9%	-5.0
601898.SH	中煤能源	17.4%	-0.2	3.7%	0.2	3.3%	-0.7	10.3%	0.1	56.9%	-1.2
601918.SH	新集能源	16.3%	-2.6	9.9%	-1.8	6.0%	-0.7	0.4%	-0.1	75.6%	-3.9

		算术平均	16.3%	1.0	2.9%	-0.2	9.0%	0.3	3.6%	0.2	52.5%	-0.1
炼焦煤												
000937.SZ	冀中能源	14.2%	-0.8	2.4%	-0.4	9.5%	-0.9	1.4%	-0.3	49.6%	-3.3	
000983.SZ	西山煤电	18.2%	0.5	2.5%	-0.2	7.8%	0.4	7.0%	-0.6	64.5%	0.5	
600157.SH	永泰能源	24.3%	-0.5	18.2%	-1.8	4.5%	0.1	0.8%	0.3	73.1%	-0.2	
600395.SH	盘江股份	16.2%	3.7	1.6%	0.1	12.0%	1.4	0.3%	-0.1	46.5%	-1.0	
600985.SH	淮北矿业	11.6%	2.7	2.0%	-0.4	7.1%	1.2	0.4%	-0.1	64.4%	-1.0	
600997.SH	开滦股份	6.2%	0.9	1.5%	0.0	3.0%	0.5	1.3%	-0.1	44.9%	-4.5	
601666.SH	平煤股份	12.0%	2.6	4.7%	-0.6	4.7%	1.4	0.9%	0.1	70.0%	-0.1	
601699.SH	潞安环能	20.0%	6.4	4.8%	0.5	10.9%	3.0	1.6%	0.1	68.4%	-1.3	
	算术平均	15.3%	1.9	4.7%	-0.4	7.4%	0.9	1.7%	-0.1	60.2%	-1.4	
无烟煤												
600123.SH	兰花科创	20.3%	-1.2	4.6%	-0.4	13.0%	-0.8	2.7%	0.0	57.5%	3.1	
000933.SZ	神火股份	18.5%	2.8	9.2%	-0.9	6.2%	2.9	2.9%	0.5	82.1%	-3.0	
600348.SH	阳泉煤业	7.1%	0.7	1.3%	-0.5	4.4%	0.5	0.7%	-0.1	50.8%	-1.7	
601101.SH	昊华能源	35.6%	9.1	6.5%	1.9	15.2%	3.9	13.6%	2.9	57.1%	12.1	
	算术平均	20.4%	2.8	5.4%	0.0	9.7%	1.6	5.0%	0.8	61.9%	2.6	
其他												
000968.SZ	蓝焰控股	22.1%	6.5	6.9%	1.0	11.1%	2.2	1.4%	0.6	49.8%	-1.0	
600093.SH	易见股份	0.8%	-0.4	0.1%	-0.6	0.5%	0.0	0.0%	0.0	44.7%	-4.5	
600180.SH	瑞茂通	6.6%	-0.2	1.3%	-0.5	0.8%	0.1	4.5%	0.2	72.6%	0.4	
600740.SH	山西焦化	11.0%	2.6	5.4%	1.4	4.2%	0.5	0.8%	0.0	47.2%	-4.3	
603113.SH	金能科技	5.5%	1.1	0.0%	0.0	2.4%	0.3	2.7%	0.5	32.0%	3.6	
	算术平均*	16.0%	0.9	3.5%	-0.5	8.5%	0.5	3.0%	-0.1	55.0%	-1.1	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 算术平均\*不包括安源煤业和其他中的5家公司

表 5: 2018-2019 年行业重点上市经营性现金流情况 (单位: 亿元)

证券代码	公司名称	经营性现金流净额			销售收到现金/营业收入			经营性现金流净额/营业收入		
		2018	2019	同比	2018	2019	同比（pct）	2018	2019	同比（pct）
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	5.3	4.6	-12.0%	97.5%	88.7%	-8.8	12.9%	11.4%	-1.4
000683.SZ	远兴能源	17.4	15.2	-12.5%	73.8%	84.7%	10.9	19.5%	19.8%	0.3
000780.SZ	平庄能源	-2.0	-2.2	-	98.6%	88.6%	-10.0	-9.0%	-10.3%	-
002128.SZ	露天煤业	37.3	34.6	-7.2%	93.4%	90.7%	-2.6	21.0%	18.1%	-2.9
600121.SH	郑州煤电	7.4	-1.3	-	105.6%	96.8%	-8.8	15.4%	-3.6%	-
600188.SH	兖州煤业	224.3	248.7	10.9%	108.5%	109.5%	1.0	13.8%	12.4%	-1.4
600397.SH	安源煤业	1.5	1.8	19.6%	74.8%	70.5%	-4.3	2.9%	3.2%	0.3
600403.SH	大有能源	22.2	15.6	-29.9%	96.5%	105.6%	9.1	28.3%	26.4%	-1.9
600508.SH	上海能源	10.1	20.1	99.0%	100.0%	89.5%	-10.6	14.8%	26.4%	11.6
600546.SH	山煤国际	37.6	32.2	-14.3%	71.0%	92.1%	21.1	9.9%	8.6%	-1.3
600971.SH	恒源煤电	23.8	22.5	-5.4%	135.6%	122.2%	-13.4	40.3%	37.5%	-2.8

601001.SH	大同煤业	35.3	26.9	-23.6%	112.0%	110.4%	-1.6	31.3%	23.7%	-7.6
601088.SH	中国神华	882.5	631.1	-28.5%	112.1%	111.3%	-0.7	33.4%	26.1%	-7.3
601225.SH	陕西煤业	197.6	192.0	-2.8%	107.8%	115.8%	8.0	34.5%	26.2%	-8.4
601898.SH	中煤能源	204.3	219.8	7.6%	115.8%	113.2%	-2.7	19.6%	17.0%	-2.6
601918.SH	新集能源	33.7	34.3	1.7%	115.2%	115.9%	0.7	38.6%	37.2%	-1.3
算术平均		108.6	93.5	-13.9%	101.1%	100.3%	-0.8	20.4%	17.5%	-2.9
炼焦煤										
000937.SZ	冀中能源	31.0	34.6	11.5%	93.5%	91.8%	-1.7	14.5%	15.9%	1.5
000983.SZ	西山煤电	71.6	75.3	5.3%	81.7%	93.2%	11.5	22.2%	22.9%	0.7
600157.SH	永泰能源	48.4	51.7	6.8%	89.3%	77.2%	-12.1	21.7%	24.4%	2.7
600395.SH	盘江股份	8.9	17.4	96.2%	93.8%	93.6%	-0.2	14.6%	27.0%	12.4
600997.SH	开滦股份	33.2	26.1	-21.4%	89.5%	85.8%	-3.8	16.2%	13.0%	-3.2
601666.SH	平煤股份	28.7	17.7	-38.3%	82.2%	76.6%	-5.6	13.8%	7.5%	-6.3
600985.SH	淮北矿业	83.1	94.3	13.6%	55.8%	70.1%	14.2	14.4%	15.7%	1.3
601699.SH	潞安环能	97.8	44.6	-54.4%	97.4%	98.2%	0.8	36.6%	16.7%	-20.0
算术平均		50.3	45.2	-10.1%	85.4%	85.8%	0.4	19.2%	17.9%	-1.4
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	21.9	8.3	-62.1%	79.1%	77.2%	-1.8	25.7%	10.5%	-15.3
000933.SZ	神火股份	4.3	1.3	-69.6%	84.4%	82.9%	-1.5	2.2%	0.7%	-1.5
600348.SH	阳泉煤业	37.6	35.1	-6.9%	100.7%	101.6%	0.9	11.5%	10.7%	-0.8
601101.SH	昊华能源	23.4	19.1	-18.1%	112.1%	114.9%	2.8	40.2%	34.6%	-5.6
算术平均		21.8	16.0	-26.9%	94.1%	94.2%	0.1	19.9%	14.1%	-5.8
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	6.9	8.6	24.7%	51.5%	87.7%	36.2	29.6%	45.7%	16.1
600093.SH	易见股份	7.5	7.2	-3.3%	109.3%	111.3%	2.0	5.5%	5.1%	-0.4
600180.SH	瑞茂通	39.3	70.4	79.2%	101.3%	100.1%	-1.2	10.3%	17.5%	7.2
600740.SH	山西焦化	5.9	0.9	-84.6%	71.6%	83.2%	11.6	8.2%	1.4%	-6.8
603113.SH	金能科技	16.9	4.9	-71.2%	74.8%	74.4%	-0.4	19.2%	6.0%	-13.2
算术平均*		79.6	68.6	-13.8%	95.6%	95.3%	-0.3	20.0%	17.1%	-2.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 算术平均\*不包括安源煤业和其他中的5家公司

## 二、19 年经营概况 总体产销量同比增长 2.7%和 6.4%， 平均吨煤净利约 85 元

### （一）19 年重点煤企煤炭产销量同比提升 2.7%和 6.4%

19年随着部分在建煤矿投产、安全高效煤矿核增产能以及部分表外产量转表内影响，行业产销量继续小幅回升。28家重点上市公司19年煤炭产量总计为10.5亿吨，较18年增加2789万吨或2.7%，其中，中煤能源产量绝对量增加最大，同比产量增加2471万吨，主要由于纳林河二号、母杜柴登等新矿投产。而中国神华产量绝对量减少最大，同比减少1390万吨。

而从销量来看，19年28家重点公司总销量14.9亿吨，同比增加8935万吨或6.4%，销量绝对值增加较大的公司包括中煤能源和陕西煤业，同比分别增加6443万吨和3557万吨，增幅为32.0%和6.3%。销量绝对值减少较大的公司包括中国神华、山煤国际和淮北矿业，同比分别减少1380万吨、468万吨、319万吨，降幅为3.0%、4.2%和15.6%。

表 6：2018-2019 年行业重点上市公司产销量情况（单位：万吨）

证券代码	公司名称	煤炭产量				商品煤销量			
		2017	2018	2019	2019 同比	2017	2018	2019	2019 同比
动力煤									
000552.SZ	靖远煤电	995	935	882	-5.7%	1052	938	886	-5.6%
000683.SZ	远兴能源	263	142	71	-49.8%	263	146	72	-50.8%
000780.SZ	平庄能源	644	495	550	11.1%	644	497	551	11.0%
002128.SZ	露天煤业	4594	4713	4600	-2.4%	4594	4710	4607	-2.2%
600121.SH	郑州煤电	921	812	721	-11.2%	932	834	712	-14.6%
600188.SH	兖州煤业	8562	10590	10639	0.5%	9680	11394	11612	1.9%
600397.SH	安源煤业	211	217	211	-2.6%	232	225	190	-15.7%
600403.SH	大有能源	1496	1576	1384	-12.2%	1620	1612	1322	-18.0%
600508.SH	上海能源	786	778.6	813.4	4.5%	546	535.6	510.8	-4.6%
600546.SH	山煤国际	2647	3441	3841	11.6%	9949	11229	10761	-4.2%
600971.SH	恒源煤电	1199	1061	1030	-2.9%	960	888	837	-5.7%
601001.SH	大同煤业	2418	3105	3378	8.8%	2057	2639	2820	6.9%
601088.SH	中国神华	29540	29660	28270	-4.7%	44380	46090	44710	-3.0%
601225.SH	陕西煤业	10097	10809	11494	6.3%	12338	14293	17849	24.9%
601898.SH	中煤能源	7554	7713	10184	32.0%	12829	16685	23128	38.6%
601918.SH	新集能源	1655	1769	1888	6.8%	1315	1500	1599	6.6%
	小计	73583	77817	79958	2.8%	103390	114216	122167	7.0%
炼焦煤									
000937.SZ	冀中能源	2753	2830	2854	0.9%	2758	2845	2895	1.8%
000983.SZ	西山煤电	2498	2745	2889	5.2%	2385	2561	2517	-1.7%



600157.SH	永泰能源	950	977	911	-6.7%	950	976	904	-7.3%
600395.SH	盘江股份	828	869	907	4.3%	720	739	817	10.5%
600997.SH	开滦股份	810	718.5	671	-6.6%	293	304	308	1.2%
601666.SH	平煤股份	3125	3080	2832	-8.0%	2691	2337	2554	9.3%
600985.SH	淮北矿业	2939	2801	2650	-5.4%	2310	2047	1728	-15.6%
601699.SH	潞安环能	4160	4613	4818	4.4%	3805	4236	4405	4.0%
小计		18064	18634	18534	-0.5%	15912	16045	16128	0.5%
无烟煤									
600123.SH	兰花科创	720	755	862	14.1%	678	758	841	10.9%
000933.SZ	神火股份	626	564	551	-2.3%	643	548	569	3.7%
600348.SH	阳泉煤业	3545	3854	4101	6.4%	6687	7128	7549	5.9%
601101.SH	昊华能源	818	871	1279	46.8%	1063	1084	1460	34.7%
小计		5709	6044	6793	12.4%	9071	9518	10419	9.5%
总计		97356	102495	105284	2.7%	128374	139779	148714	6.4%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## (二) 吨煤收入和成本分别同比-1.3%和+4.2%，平均吨煤毛利约 208 元

**吨煤收入:** 剔除远兴能源, 19年重点煤企吨煤收入(根据煤炭业务收入和销量测算, 综合自产煤和外购煤) 平均跌幅约1.3%。各公司中跌幅较大的包括昊华能源(同比-27.2%)、兰花科创(同比-16.0%)和郑州煤电(同比-11.4%)。

**吨煤成本:** 剔除远兴能源, 19年重点煤企吨煤成本(根据煤炭业务收入和销量测算, 综合自产煤和外购煤) 平均上升约4.2%。同比提升幅度较大的公司有神火股份(同比+32.0%)。部分公司成本相比上年有所下降, 降幅较大的有昊华能源(同比-31.0%)。

**吨煤毛利:** 剔除远兴能源, 19年重点煤企吨煤毛利平均约为208元, 同比下降9.4%。其中同比下降幅度较大的包括神火股份(同比-44.3%)、郑州煤电(同比-37.4%)和大有能源(同比-33.7%)。

表 7: 2018-2019 年煤炭行业重点上市公司吨煤收入和成本

证券代码	公司名称	吨煤收入（元）			吨煤成本（元）			吨煤毛利（元）		
		2018	2019	2019 同比	2018	2019	2019 同比	2018	2019	2019 同比
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	342	351	2.6%	222	232	4.5%	120	119	-0.9%
000683.SZ	远兴能源	329	321	-2.5%	199	415	108.8%	130	-94	-
000780.SZ	平庄能源	338	316	-6.6%	224	234	4.3%	113	82	-28.1%
002128.SZ	露天煤业	119	136	14.4%	61	70	15.7%	58	65	13.0%
600121.SH	郑州煤电	459	406	-11.4%	266	286	7.4%	192	120	-37.4%
600188.SH	兖州煤业	548	549	0.2%	303	334	10.3%	245	215	-12.2%

600397.SH	安源煤业	675	723	7.1%	451	539	19.6%	224	183	-18.2%
600403.SH	大有能源	398	363	-8.8%	243	260	7.0%	155	103	-33.7%
600508.SH	上海能源	978	998	2.1%	523	587	12.2%	455	411	-9.6%
600546.SH	山煤国际	330	345	4.7%	263	269	2.5%	67	76	13.2%
600971.SH	恒源煤电	627	671	7.0%	340	365	7.3%	286	305	6.6%
601001.SH	大同煤业	406	384	-5.5%	188	165	-12.3%	217	218	0.4%
601088.SH	中国神华	445	442	-0.8%	320	322	0.7%	126	120	-4.7%
601225.SH	陕西煤业	385	396	2.9%	194	232	19.5%	190	163	-14.1%
601898.SH	中煤能源	462	431	-6.8%	337	323	-4.2%	125	108	-13.7%
601918.SH	新集能源	374	377	0.7%	172	188	9.3%	202	189	-6.6%
算数平均		452	450	-0.3%	270	301	11.8%	182	149	-18.1%
炼焦煤										
000937.SZ	冀中能源	619	618	-0.2%	434	460	5.9%	185	159	-14.4%
000983.SZ	西山煤电	675	670	-0.7%	300	279	-6.8%	375	391	4.2%
600157.SH	永泰能源	670	654	-2.4%	283	281	-0.9%	387	373	-3.6%
600395.SH	盘江股份	785	757	-3.6%	522	495	-5.2%	263	262	-0.4%
600997.SH	开滦股份	1193	1292	8.3%	701	755	7.7%	492	537	9.0%
601666.SH	平煤股份	847	775	-8.5%	644	590	-8.5%	202	185	-8.5%
600985.SH	淮北矿业	689	721	4.7%	413	441	6.8%	276	280	1.5%
601699.SH	潞安环能	508	538	5.9%	288	312	8.4%	220	226	2.7%
算数平均		748	753	0.6%	448	452	0.8%	300	301	0.5%
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	647	544	-16.0%	252	240	-4.6%	395	304	-23.2%
000933.SZ	神火股份	729	752	3.1%	453	598	32.0%	277	154	-44.3%
600348.SH	阳泉煤业	437	406	-7.2%	353	331	-6.3%	84	75	-11.0%
601101.SH	昊华能源	436	317	-27.2%	174	120	-31.0%	261	197	-24.6%
算数平均		562	505	-10.3%	308	322	4.6%	254	182	-28.3%
总体算术平均*		561	553	-1.3%	331	345	4.2%	230	208	-9.4%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 算术平均\*不包括安源煤业和其他中的5家公司

### (三) 平均吨煤净利约 85 元, 陕煤、淮矿、盘江等公司吨净利在 120 元以上

按照各公司整体净利润和产量情况测算, 19年24家公司(剔除远兴能源以及亏损较严重的平庄能源、郑州煤电和神火股份)吨煤净利平均约为84.8元(整体法), 同比下降4.0%。其中吨煤净利较高的公司包括陕西煤业144.7元/吨(同比-1.8%)、淮北矿业136.3元/吨(同比-3.6%)、开滦股份122.5元/吨(同比-0.7%)和盘江股份120.3元/吨(同比+10.7%)。

表 8: 2018-2019 年行业重点上市吨煤净利统计 (单位: 元/吨)

证券代码	公司名称	吨煤净利		
		2018	2019	同比
动力煤				
000552.SZ	靖远煤电	61.3	59.6	-2.8%
002128.SZ	露天煤业	46.4	58.8	26.7%
600188.SH	兖州煤业	101.3	100.3	-1.0%
600397.SH	安源煤业	28.3	5.5	-80.4%
600403.SH	大有能源	39.3	0.7	-98.2%
600508.SH	上海能源	74.7	60.1	-19.6%
600546.SH	山煤国际	41.0	41.1	0.2%
600971.SH	恒源煤电	115.2	109.3	-5.1%
601001.SH	大同煤业	37.9	40.5	6.8%
601088.SH	中国神华	106.8	99.1	-7.3%
601225.SH	陕西煤业	147.4	144.7	-1.8%
601898.SH	中煤能源	86.5	82.3	-4.9%
601918.SH	新集能源	23.0	39.9	73.6%
炼焦煤				
000937.SZ	冀中能源	37.1	42.2	13.7%
000983.SZ	西山煤电	78.3	69.9	-10.7%
600157.SH	永泰能源	16.3	30.6	87.7%
600395.SH	盘江股份	108.6	120.3	10.7%
600997.SH	开滦股份	123.4	122.5	-0.7%
601666.SH	平煤股份	28.7	46.9	63.5%
600985.SH	淮北矿业	141.4	136.3	-3.6%
601699.SH	潞安环能	35.2	47.7	35.4%
无烟煤				
600123.SH	兰花科创	122.1	61.4	-49.7%
600348.SH	阳泉煤业	54.3	43.7	-19.5%
601101.SH	昊华能源	94.8	31.9	-66.3%
	整体法平均	88.3	84.8	-4.0%
	算术平均*	72.9	66.5	-8.8%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 中国神华、中煤能源及兖州煤业按照煤炭业务分部利润数据测算, 其他公司按照整体净利测算

### 三、20Q1 业绩概况：行业盈利同比下滑约 26%，平均净利率回落至 5.7%

#### （一）主要指标：总体归母净利和扣非净利同比下降约 26%和 23%

2020年以来，受疫情影响煤价先升后降。我们覆盖的重点公司中，多数公司20Q1业绩同比明显下滑，其中远兴能源、平庄能源、郑州煤电、安源煤业、大有能源共5家企业出现亏损。整体来看，28家煤企20Q1营业收入总计2318亿元，同比减少5.6%。归母净利润和扣非净利润总计分别为197亿元和191亿元，同比减少25.5%和22.5%，环比19Q4分别增长96.4%和143.9%。扣除中国神华后，20Q1归母净利润和扣非后净利润总计分别为99亿元和95亿元，同比减少28.7%和28.1%，环比19Q4分别增长155.9%和360.2%。

表 9：2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度营业收入（单位：亿元）

证券代码	公司名称	18A	19A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q1 同比	20Q1 环比
<b>动力煤</b>										
000552.SZ	靖远煤电	40.9	40.6	12.7	7.7	8.8	11.4	10.9	-14.1%	-4.8%
000683.SZ	远兴能源	89.2	76.9	17.1	19.3	20.4	20.1	14.0	-18.5%	-30.3%
000780.SZ	平庄能源	22.2	21.5	4.0	5.4	6.2	5.9	4.0	-0.1%	-32.3%
<b>002128.SZ</b>	<b>露天煤业</b>	<b>177.7</b>	<b>191.6</b>	<b>46.7</b>	<b>48.7</b>	<b>46.9</b>	<b>49.4</b>	<b>49.2</b>	<b>5.4%</b>	<b>-0.4%</b>
600121.SH	郑州煤电	48.1	35.8	10.0	9.8	9.3	6.7	5.7	-43.3%	-14.6%
<b>600188.SH</b>	<b>兖州煤业</b>	<b>1,630.1</b>	<b>2006.5</b>	<b>482.4</b>	<b>577.3</b>	<b>446.4</b>	<b>500.4</b>	<b>456.0</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-8.9%</b>
600397.SH	安源煤业	50.5	55.5	15.6	10.6	13.8	15.6	12.8	-18.2%	-18.1%
600403.SH	大有能源	78.6	59.0	15.7	14.0	15.7	13.6	15.7	-0.3%	15.3%
600508.SH	上海能源	68.5	76.2	18.6	18.1	18.9	20.6	17.5	-6.1%	-14.9%
<b>600546.SH</b>	<b>山煤国际</b>	<b>381.4</b>	<b>376.6</b>	<b>82.1</b>	<b>116.1</b>	<b>117.9</b>	<b>60.4</b>	<b>75.7</b>	<b>-7.8%</b>	<b>25.3%</b>
600971.SH	恒源煤电	59.0	60.0	16.2	16.9	13.9	12.9	12.3	-24.2%	-4.7%
601001.SH	大同煤业	112.6	113.6	26.4	30.6	30.5	26.1	27.3	3.6%	4.7%
<b>601088.SH</b>	<b>中国神华</b>	<b>2,641.0</b>	<b>2418.7</b>	<b>570.1</b>	<b>593.5</b>	<b>614.8</b>	<b>640.2</b>	<b>510.8</b>	<b>-10.4%</b>	<b>-20.2%</b>
<b>601225.SH</b>	<b>陕西煤业</b>	<b>572.2</b>	<b>734.0</b>	<b>144.0</b>	<b>181.8</b>	<b>181.7</b>	<b>226.5</b>	<b>183.3</b>	<b>27.3%</b>	<b>-19.0%</b>
<b>601898.SH</b>	<b>中煤能源</b>	<b>1,041.4</b>	<b>1292.9</b>	<b>295.5</b>	<b>314.8</b>	<b>332.1</b>	<b>350.6</b>	<b>275.1</b>	<b>-6.9%</b>	<b>-21.5%</b>
601918.SH	新集能源	87.5	92.2	22.9	23.2	25.6	20.6	17.4	-24.1%	-15.6%
小计		7101.0	7651.7	1780.1	1987.9	1902.9	1980.8	1687.6	-5.2%	-14.8%
小计（不包括中国神华）		4460.0	5233.0	1210.0	1394.3	1288.1	1340.6	1176.8	-2.7%	-12.2%
<b>炼焦煤</b>										
<b>000937.SZ</b>	<b>冀中能源</b>	<b>214.6</b>	<b>217.4</b>	<b>56.5</b>	<b>57.6</b>	<b>55.5</b>	<b>47.8</b>	<b>50.6</b>	<b>-10.3%</b>	<b>5.9%</b>
<b>000983.SZ</b>	<b>西山煤电</b>	<b>322.7</b>	<b>329.5</b>	<b>85.1</b>	<b>84.2</b>	<b>77.3</b>	<b>82.9</b>	<b>69.6</b>	<b>-18.2%</b>	<b>-16.0%</b>
600157.SH	永泰能源	223.3	211.9	52.6	44.2	56.0	59.0	46.2	-12.2%	-21.7%
<b>600395.SH</b>	<b>盘江股份</b>	<b>60.9</b>	<b>64.6</b>	<b>16.4</b>	<b>16.4</b>	<b>16.6</b>	<b>15.1</b>	<b>13.6</b>	<b>-17.0%</b>	<b>-9.9%</b>

600985.SH	淮北矿业	577.8	600.9	124.7	180.4	157.5	138.3	144.3	15.8%	4.3%
600997.SH	开滦股份	204.6	200.7	57.0	51.7	48.6	43.4	46.5	-18.5%	7.0%
601666.SH	平煤股份	208.3	236.4	60.1	62.1	56.4	57.7	58.3	-3.0%	0.9%
601699.SH	潞安环能	266.8	267.9	62.0	50.6	61.5	93.8	55.6	-10.4%	-40.7%
小计		2,078.9	2,129.2	514.4	547.3	529.3	538.3	484.8	-5.8%	-9.9%
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	85.3	79.5	18.9	22.3	20.4	17.9	15.1	-20.2%	-15.6%
600348.SH	阳泉煤业	326.8	326.6	80.9	74.4	89.7	81.6	84.5	4.5%	3.5%
000933.SZ	神火股份	193.7	176.2	46.7	44.4	40.6	42.0	36.9	-21.0%	-12.2%
601101.SH	昊华能源	58.1	55.3	13.9	13.3	15.0	13.1	9.2	-34.0%	-30.1%
小计		663.9	637.6	160.4	154.5	165.6	154.6	145.6	-9.2%	-5.8%
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	23.3	18.9	4.1	5.8	4.8	4.2	3.7	-8.5%	-11.8%
600093.SH	易见股份	135.5	141.7	25.3	37.6	36.3	54.2	21.0	-16.7%	-61.2%
600180.SH	瑞茂通	381.0	402.6	72.9	92.4	93.8	143.5	76.0	4.3%	-47.1%
600740.SH	山西焦化	72.3	66.4	14.4	19.6	18.5	13.9	13.3	-8.1%	-4.8%
603113.SH	金能科技	88.1	81.5	20.0	21.8	20.3	19.4	19.5	-2.6%	0.3%
总计		9843.9	10418.5	2454.9	2689.6	2597.8	2673.7	2318.0	-5.6%	-13.3%
总计（不包括中国神华）		7202.9	7999.8	1884.8	2096.1	1983.0	2033.5	1807.3	-4.1%	-11.1%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：总计均不包括其他中的 5 家公司

表 10：2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度归母净利润（单位：亿元）

证券代码	公司名称	18A	19A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q1 同比	20Q1 环比
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	5.7	5.2	1.5	1.3	1.1	1.4	1.5	-1.0%	5.3%
000683.SZ	远兴能源	13.0	6.7	2.5	2.3	1.7	0.3	-0.5	-	-
000780.SZ	平庄能源	-2.5	-0.8	-1.8	-0.1	0.1	0.9	-1.0	-	-
002128.SZ	露天煤业	20.3	24.7	7.9	5.9	5.9	5.1	9.8	25.1%	94.1%
600121.SH	郑州煤电	1.7	-9.2	0.1	0.0	-0.8	-8.6	-1.5	-	-
600188.SH	兖州煤业	79.1	86.7	23.1	30.5	16.2	16.8	15.3	-33.8%	-9.3%
600397.SH	安源煤业	0.6	0.2	0.2	-0.1	-1.0	1.0	-0.7	-	-
600403.SH	大有能源	6.5	0.8	1.5	-0.4	0.4	-0.8	0.4	-76.3%	-
600508.SH	上海能源	6.6	5.7	2.4	2.4	1.9	-0.9	2.3	-6.1%	-
600546.SH	山煤国际	2.2	11.7	2.2	2.9	2.9	3.8	2.0	-7.1%	-45.3%
600971.SH	恒源煤电	12.2	11.3	2.4	2.6	2.2	4.1	2.0	-15.5%	-51.2%
601001.SH	大同煤业	6.6	9.0	2.4	2.2	2.2	2.2	2.9	23.6%	32.4%
601088.SH	中国神华	438.7	432.5	125.9	116.6	128.5	61.6	98.1	-22.1%	59.2%
601225.SH	陕西煤业	109.9	116.4	27.7	31.0	32.1	25.6	23.6	-15.1%	-8.0%
601898.SH	中煤能源	33.5	56.3	15.4	22.5	19.7	-1.3	6.5	-57.9%	-
601918.SH	新集能源	2.6	5.8	4.1	3.3	12.0	-13.6	0.3	-91.5%	-
小计		736.8	763.0	217.4	222.7	225.2	97.7	160.9	-26.0%	64.7%



小计（不包括中国神华）		298.1	330.5	91.6	106.1	96.8	36.0	62.8	-31.4%	74.3%
炼焦煤										
000937.SZ	冀中能源	8.7	9.0	2.3	2.2	2.7	1.7	2.5	7.0%	47.6%
000983.SZ	西山煤电	18.0	17.1	5.9	6.7	5.4	-1.0	5.3	-10.2%	-
600157.SH	永泰能源	0.7	1.4	0.3	0.6	0.4	0.1	0.3	-13.3%	205.8%
600395.SH	盘江股份	9.4	10.9	3.0	3.3	2.7	1.9	1.3	-55.1%	-31.9%
600985.SH	淮北矿业	35.6	36.3	9.2	10.1	9.1	7.9	8.3	-9.5%	4.2%
600997.SH	开滦股份	13.6	11.5	3.7	3.5	2.9	1.4	3.2	-12.0%	134.6%
601666.SH	平煤股份	7.1	11.6	3.2	2.7	2.9	2.7	3.0	-7.2%	12.0%
601699.SH	潞安环能	23.5	23.8	9.1	6.0	6.1	2.7	7.0	-23.3%	161.2%
小计		116.7	121.5	36.7	35.1	32.2	17.4	30.9	-15.7%	77.3%
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	10.8	6.6	2.1	3.3	1.9	-0.8	0.5	-74.3%	-
600348.SH	阳泉煤业	19.7	17.0	5.3	5.3	5.3	1.0	3.8	-28.6%	264.0%
000933.SZ	神火股份	2.4	13.5	0.6	2.2	22.4	-11.8	0.4	-30.3%	-
601101.SH	昊华能源	7.2	2.6	2.2	2.3	1.6	-3.4	0.2	-88.6%	-
小计		40.2	39.7	10.1	13.1	31.3	-14.9	5.0	-51.1%	-
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	6.8	5.6	1.3	2.1	1.7	0.5	1.0	-20.8%	94.8%
600093.SH	易见股份	8.1	8.9	2.0	2.6	3.2	1.1	0.9	-53.1%	-13.5%
600180.SH	瑞茂通	4.8	4.1	2.4	0.8	0.4	0.5	1.2	-47.7%	143.1%
600740.SH	山西焦化	15.3	4.7	4.7	2.9	1.3	-4.3	1.0	-78.8%	-
603113.SH	金能科技	12.7	7.6	1.5	2.5	2.0	1.7	2.4	63.2%	40.1%
总计		893.7	924.2	264.3	271.0	288.8	100.2	196.8	-25.5%	96.4%
总计（不包括中国神华）		455.0	491.7	138.4	154.4	160.3	38.6	98.7	-28.7%	155.9%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：总计均不包括其他中的 5 家公司

表 11：2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度扣非后净利润（单位：亿元）

证券代码	公司名称	18A	19A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q1 同比	20Q1 环比
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	5.4	5.1	1.5	1.3	1.0	1.3	1.5	0.2%	10.6%
000683.SZ	远兴能源	12.0	6.6	2.4	2.2	1.8	0.1	-0.6	-	-
000780.SZ	平庄能源	-3.1	-2.5	-1.8	-0.2	-0.6	0.0	-1.2	-	-
002128.SZ	露天煤业	18.2	23.5	8.0	5.7	5.9	3.9	10.1	26.9%	161.2%
600121.SH	郑州煤电	1.2	-6.9	0.0	0.0	-0.9	-6.0	-1.5	-	-
600188.SH	兖州煤业	84.9	74.7	22.3	27.9	16.3	8.2	14.5	-34.8%	76.7%
600397.SH	安源煤业	1.1	0.1	0.3	-0.1	-0.9	0.9	-0.7	-	-
600403.SH	大有能源	6.5	0.7	1.3	-0.4	0.2	-0.4	-0.7	-	-
600508.SH	上海能源	5.8	5.7	2.4	2.4	1.8	-0.8	2.3	-3.8%	-
600546.SH	山煤国际	5.1	12.7	2.2	3.3	3.0	4.2	2.3	1.3%	-45.8%

600971.SH	恒源煤电	10.2	11.4	2.4	2.6	2.2	4.2	2.0	-17.7%	-53.2%
601001.SH	大同煤业	6.6	8.8	2.2	2.3	2.2	2.1	2.9	34.1%	41.6%
601088.SH	中国神华	460.7	411.2	113.5	113.4	126.9	57.5	95.4	-15.9%	65.9%
601225.SH	陕西煤业	110.7	111.5	25.0	32.8	31.4	22.3	21.9	-12.2%	-1.9%
601898.SH	中煤能源	34.4	53.5	15.3	22.2	18.3	-2.3	6.3	-59.1%	-
601918.SH	新集能源	0.2	-2.9	4.1	3.3	3.4	-13.7	0.4	-89.1%	-
小计		759.9	713.3	201.1	218.8	212.0	81.4	154.9	-23.0%	90.2%
小计（不包括中国神华）		299.2	302.1	87.7	105.4	85.1	23.9	59.5	-32.1%	148.6%
炼焦煤										
000937.SZ	冀中能源	9.5	9.2	1.8	2.4	2.9	2.1	2.6	45.9%	24.8%
000983.SZ	西山煤电	17.4	17.1	6.0	6.8	5.4	-1.1	5.3	-11.7%	-
600157.SH	永泰能源	-6.2	0.9	0.1	0.3	0.2	0.4	0.0	-60.8%	-92.1%
600395.SH	盘江股份	9.0	10.4	2.9	2.6	2.7	2.1	1.3	-56.4%	-38.7%
600985.SH	淮北矿业	12.7	31.7	8.3	10.0	8.6	4.9	8.0	-3.1%	65.3%
600997.SH	开滦股份	13.7	11.4	3.7	3.5	2.9	1.3	3.2	-11.8%	141.0%
601666.SH	平煤股份	7.1	11.3	3.2	2.7	2.8	2.7	3.0	-5.0%	12.4%
601699.SH	潞安环能	23.5	21.8	9.2	5.9	5.8	0.9	7.3	-20.8%	705.0%
小计		86.6	113.9	35.0	34.3	31.3	13.2	30.7	-12.4%	131.9%
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	10.9	6.7	2.1	3.4	2.0	-0.8	0.6	-73.3%	-
600348.SH	阳泉煤业	17.3	15.8	5.3	5.4	5.3	-0.1	3.9	-26.7%	-
000933.SZ	神火股份	-23.3	-15.7	0.4	-2.9	-0.4	-12.8	0.7	65.0%	-
601101.SH	昊华能源	7.9	2.2	2.1	2.2	0.6	-2.7	0.0	-98.2%	-
小计		12.8	9.0	9.9	8.1	7.5	-16.5	5.1	-47.8%	-
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	6.7	5.4	1.2	2.0	1.7	0.4	1.0	-20.7%	144.6%
600093.SH	易见股份	8.1	8.8	2.0	2.6	3.2	1.1	0.9	-53.7%	-12.9%
600180.SH	瑞茂通	3.4	2.4	2.0	-0.1	-0.8	1.3	0.8	-59.1%	-35.3%
600740.SH	山西焦化	12.9	4.6	4.5	3.3	1.3	-4.6	1.0	-78.4%	-
603113.SH	金能科技	11.6	6.4	1.2	2.1	1.7	1.4	2.1	80.1%	56.8%
总计		859.3	836.2	246.0	261.2	250.8	78.2	190.8	-22.5%	143.9%
总计（不包括中国神华）		398.6	425.0	132.6	147.8	123.9	20.7	95.3	-28.1%	360.2%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：总计均不包括其他中的 5 家公司

(二) 其他指标: 平均毛利率和净利率分别为 26.8%和 5.7%, 期间费用率同比略增, 现金流同比继续下降

### 1. 20Q1毛利率和净利率平均分别为26.8%和5.7%, 同比小幅下降3.0和3.7 pct

20Q1我们覆盖的28家重点煤企平均毛利率为26.8%, 相比19年同期下降3.0pct, 相比19年4季度减少1.4pct。动力煤板块中毛利率最高的公司分别为大同煤电、中国神华和露天煤业, 毛利率分别为55.1%、40.8%和40.4%。炼焦煤公司中潞安环能, 无烟煤公司中的昊华能源和兰花科创, 毛利率均达到30%以上。

净利率方面, 重点煤企平均净利率为5.7%, 相比19年同期下滑3.7 pct, 环比19年4季度提升10.4pct。净利率较高的公司有: 中国神华(23.0%)、露天煤业(22.2%)、陕西煤业(18.6%)。

### 2. 20Q1平均期间费用率同比略增1.2%, 环比下降3.2 pct

20Q1各公司期间费用率保持平稳, 平均期间费用率为15.8%, 同比略增1.2%, 环比去年4季度下降3.2pct。其中, 平均财务费用率为4.3%, 同比上升0.5pct; 平均管理费用率为8.1%, 同比上升0.7pct; 平均销售费用率为3.3%, 同比上升0.1pct。期间费用率同比降幅最大的是平庄能源和永泰能源, 降幅分别为9.0%和2.3%。

### 3、20Q1经营性净现金流量同比明显下降

现金流方面, 整体来看, 1季度重点上市公司经营性现金流净额总和同比下降20.4%, 环比去年4季度上升7.9%。

表 12: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度毛利率

证券代码	公司名称	18A	19A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q1 同比 (pct)	20Q1 环比 (pct)
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	28.7%	28.0%	24.1%	32.1%	24.1%	32.4%	24.5%	0.3	-7.9
000683.SZ	远兴能源	41.3%	36.5%	46.4%	37.9%	32.2%	31.1%	30.5%	-15.9	-0.6
000780.SZ	平庄能源	29.6%	22.9%	15.6%	29.4%	25.4%	19.3%	16.5%	0.9	-2.8
002128.SZ	露天煤业	26.2%	27.3%	30.7%	24.8%	27.9%	25.9%	40.4%	9.7	14.4
600121.SH	郑州煤电	34.3%	25.1%	23.6%	32.0%	22.8%	20.8%	7.4%	-16.1	-13.3
600188.SH	兖州煤业	19.5%	13.9%	15.6%	12.4%	13.3%	14.5%	11.8%	-3.8	-2.7
600397.SH	安源煤业	13.3%	9.3%	9.5%	11.9%	1.5%	14.2%	5.6%	-3.9	-8.6
600403.SH	大有能源	33.6%	27.0%	33.4%	19.8%	26.2%	28.1%	25.7%	-7.7	-2.4
600508.SH	上海能源	31.0%	24.8%	30.0%	32.2%	30.6%	8.3%	31.4%	1.4	23.1
600546.SH	山煤国际	20.0%	22.0%	18.8%	21.3%	17.5%	36.7%	20.1%	1.3	-16.5
600971.SH	恒源煤电	45.8%	44.6%	36.6%	40.8%	48.8%	54.8%	38.9%	2.2	-15.9
601001.SH	大同煤业	51.6%	55.3%	51.8%	57.4%	52.3%	59.8%	55.1%	3.3	-4.7
601088.SH	中国神华	41.1%	40.7%	42.0%	42.9%	41.8%	36.4%	40.8%	-1.2	4.3
601225.SH	陕西煤业	48.7%	40.9%	44.3%	43.7%	43.3%	34.7%	33.0%	-11.3	-1.7
601898.SH	中煤能源	28.6%	27.9%	30.0%	33.3%	29.3%	20.1%	28.7%	-1.2	8.7
601918.SH	新集能源	41.7%	40.2%	40.3%	41.9%	43.2%	34.4%	33.8%	-6.5	-0.6

## 炼焦煤

000937.SZ	冀中能源	26.8%	23.2%	21.1%	21.8%	21.8%	28.9%	21.6%	0.5	-7.3
000983.SZ	西山煤电	31.8%	31.9%	29.0%	36.8%	33.3%	28.5%	30.0%	1.0	1.5
600157.SH	永泰能源	26.5%	29.6%	28.4%	34.7%	29.7%	26.7%	25.3%	-3.0	-1.3
600395.SH	盘江股份	33.9%	35.7%	37.1%	36.9%	40.2%	28.0%	23.7%	-13.3	-4.2
600985.SH	淮北矿业	19.3%	16.5%	19.2%	15.1%	15.9%	16.7%	15.1%	-4.1	-1.6
600997.SH	开滦股份	16.4%	15.2%	15.6%	15.5%	15.9%	13.6%	16.5%	0.9	2.9
601666.SH	平煤股份	19.5%	20.7%	19.7%	19.0%	21.0%	23.3%	19.3%	-0.4	-4.0
601699.SH	潞安环能	38.9%	38.7%	40.8%	40.4%	36.5%	38.0%	37.6%	-3.2	-0.4
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	42.5%	36.4%	40.6%	37.1%	34.5%	33.3%	35.0%	-5.6	1.7
600348.SH	阳泉煤业	18.8%	18.1%	18.3%	22.6%	17.6%	14.2%	13.5%	-4.8	-0.7
000933.SZ	神火股份	12.7%	14.8%	15.1%	16.8%	18.4%	9.1%	20.5%	5.5	11.4
601101.SH	昊华能源	54.4%	53.9%	56.4%	54.3%	47.1%	58.8%	48.8%	-7.6	-10.0
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	38.3%	41.8%	36.4%	44.9%	45.5%	38.7%	39.0%	2.6	0.3
600093.SH	易见股份	3.0%	1.6%	1.4%	-0.8%	-0.3%	4.4%	4.9%	3.5	0.4
600180.SH	瑞茂通	7.9%	7.1%	10.4%	8.1%	6.7%	5.2%	7.3%	-3.1	2.1
600740.SH	山西焦化	11.4%	-2.3%	-2.5%	-0.5%	-4.8%	-1.1%	-5.1%	-	-
603113.SH	金能科技	21.1%	14.8%	12.2%	16.0%	15.5%	15.4%	18.4%	6.2	3.0
算术平均		31.3%	29.3%	29.8%	30.9%	29.0%	28.2%	26.8%	-3.0	-1.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 13: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度净利率

证券代码	公司名称	18A	19A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q1 同比 (pct)	20Q1 环比 (pct)
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	14.0%	13.0%	11.9%	16.5%	12.1%	12.4%	13.7%	1.8	1.3
000683.SZ	远兴能源	18.4%	11.3%	18.8%	15.2%	10.2%	2.4%	-3.6%	-	-
000780.SZ	平庄能源	-11.3%	-3.6%	-43.7%	-2.0%	2.3%	15.9%	-25.8%	-	-
002128.SZ	露天煤业	12.3%	14.1%	16.7%	13.4%	14.9%	11.7%	22.2%	5.5	10.6
600121.SH	郑州煤电	8.4%	-22.0%	3.3%	6.0%	-2.9%	-127.7%	-25.3%	-	-
600188.SH	兖州煤业	6.5%	5.5%	6.3%	7.0%	4.4%	4.2%	4.1%	-2.2	-0.2
600397.SH	安源煤业	1.2%	0.2%	0.9%	-0.6%	-7.2%	6.6%	-5.9%	-	-
600403.SH	大有能源	7.9%	0.2%	9.0%	-3.0%	1.7%	-8.5%	1.9%	-7.1	-
600508.SH	上海能源	8.5%	6.4%	12.1%	12.6%	8.9%	-6.5%	12.4%	0.3	-
600546.SH	山煤国际	3.7%	4.2%	5.4%	5.2%	3.5%	2.0%	4.3%	-1.1	2.3
600971.SH	恒源煤电	20.7%	18.8%	14.5%	15.1%	16.2%	31.6%	16.3%	1.8	-15.3
601001.SH	大同煤业	10.5%	12.0%	14.6%	10.8%	11.7%	11.3%	16.4%	1.8	5.1
601088.SH	中国神华	20.5%	21.3%	26.0%	23.7%	24.4%	11.9%	23.0%	-3.0	11.1
601225.SH	陕西煤业	27.8%	22.7%	26.3%	25.5%	25.9%	15.5%	18.6%	-7.7	3.1
601898.SH	中煤能源	5.9%	6.6%	8.8%	10.7%	8.5%	-0.5%	5.1%	-3.7	-
601918.SH	新集能源	4.7%	8.2%	20.0%	15.8%	49.3%	-64.8%	4.5%	-15.5	-

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

## 炼焦煤

000937.SZ	冀中能源	4.9%	5.5%	5.2%	5.7%	5.9%	5.3%	5.4%	0.1	0.1
000983.SZ	西山煤电	6.7%	6.1%	8.2%	9.0%	6.2%	1.1%	8.2%	0.0	7.1
600157.SH	永泰能源	0.7%	1.3%	1.2%	2.0%	1.3%	0.9%	1.3%	0.2	0.5
600395.SH	盘江股份	15.5%	16.9%	18.0%	19.9%	16.6%	12.9%	9.7%	-8.3	-3.1
600985.SH	淮北矿业	6.9%	6.0%	7.7%	5.7%	5.9%	5.0%	5.7%	-2.0	0.7
600997.SH	开滦股份	7.9%	6.4%	7.5%	7.8%	6.9%	2.7%	7.7%	0.3	5.0
601666.SH	平煤股份	4.2%	5.6%	6.2%	5.1%	5.9%	5.3%	6.4%	0.2	1.1
601699.SH	潞安环能	6.1%	8.6%	14.2%	12.5%	10.3%	1.6%	11.3%	-2.8	9.7
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	10.8%	6.7%	9.4%	14.0%	8.2%	-7.2%	1.5%	-8.0	-
600348.SH	阳泉煤业	6.4%	5.5%	6.8%	7.4%	6.4%	1.5%	4.9%	-1.9	3.4
000933.SZ	神火股份	-0.3%	3.2%	0.8%	4.1%	49.8%	-39.9%	1.1%	0.3	-
601101.SH	昊华能源	14.2%	7.4%	18.7%	21.9%	14.2%	-27.2%	2.7%	-16.0	-
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	28.6%	28.5%	29.1%	36.6%	36.4%	7.6%	24.8%	-4.3	17.2
600093.SH	易见股份	6.3%	6.3%	9.1%	8.1%	9.8%	1.9%	4.8%	-4.3	2.9
600180.SH	瑞茂通	1.2%	1.0%	3.3%	0.9%	0.4%	0.4%	1.6%	-1.6	1.3
600740.SH	山西焦化	20.8%	6.8%	32.8%	13.7%	6.7%	-29.7%	7.6%	-25.2	-
603113.SH	金能科技	14.4%	9.4%	7.3%	11.3%	9.9%	8.7%	12.2%	4.9	3.5
算术平均		10.1%	9.5%	12.5%	12.6%	10.3%	3.6%	10.1%	-2.4	6.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 14: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度期间费用率

证券代码	公司名称	18A	19A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q1 同比 (pct)	20Q1 环比 (pct)
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	7.1%	7.5%	5.3%	9.5%	7.5%	8.1%	5.8%	0.6	-2.2
000683.SZ	远兴能源	18.2%	22.3%	22.9%	18.8%	21.3%	19.8%	28.7%	5.9	8.9
000780.SZ	平庄能源	33.2%	28.7%	42.9%	27.3%	24.4%	23.8%	33.9%	-9.0	10.1
002128.SZ	露天煤业	5.4%	5.1%	4.3%	4.7%	4.5%	6.6%	4.9%	0.6	-1.7
600121.SH	郑州煤电	16.9%	22.2%	14.3%	19.0%	21.5%	39.5%	27.3%	13.1	-12.2
600188.SH	兖州煤业	9.4%	6.6%	7.1%	4.9%	7.2%	7.0%	5.6%	-1.5	-1.4
600397.SH	安源煤业	8.9%	8.7%	6.7%	11.1%	8.0%	9.2%	9.8%	3.1	0.6
600403.SH	大有能源	17.2%	25.5%	19.0%	19.4%	24.1%	30.2%	23.9%	4.9	-6.4
600508.SH	上海能源	13.9%	13.7%	11.4%	13.8%	17.2%	12.3%	11.2%	-0.2	-1.1
600546.SH	山煤国际	8.2%	10.2%	8.3%	7.8%	7.9%	19.0%	10.6%	2.3	-8.4
600971.SH	恒源煤电	19.5%	22.6%	14.6%	16.1%	23.4%	20.3%	16.4%	1.8	-3.9
601001.SH	大同煤业	27.3%	31.7%	25.9%	30.1%	29.0%	35.7%	25.7%	-0.2	-10.1
601088.SH	中国神华	9.5%	9.7%	8.9%	8.5%	8.8%	11.0%	9.1%	0.2	-2.0
601225.SH	陕西煤业	13.0%	12.3%	12.1%	10.6%	11.5%	14.3%	10.3%	-1.8	-4.0
601898.SH	中煤能源	17.6%	17.4%	17.0%	18.3%	17.7%	15.9%	17.9%	0.9	2.0
601918.SH	新集能源	18.9%	16.3%	14.5%	18.0%	16.3%	16.6%	19.7%	5.1	3.1

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明



## 炼焦煤

000937.SZ	冀中能源	14.9%	14.2%	12.2%	11.1%	11.0%	20.1%	10.9%	-1.3	-9.2
000983.SZ	西山煤电	17.7%	18.2%	14.0%	21.1%	20.4%	13.9%	14.7%	0.7	0.8
600157.SH	永泰能源	24.8%	24.3%	23.4%	29.0%	22.9%	20.0%	21.1%	-2.3	1.1
600395.SH	盘江股份	12.4%	16.2%	10.7%	12.6%	15.6%	16.7%	9.6%	-1.1	-7.1
600985.SH	淮北矿业	8.8%	11.6%	8.1%	5.7%	9.1%	11.9%	8.0%	-0.1	-3.9
600997.SH	开滦股份	5.3%	6.2%	5.0%	5.4%	6.2%	7.0%	5.8%	0.8	-1.2
601666.SH	平煤股份	9.5%	12.0%	9.0%	9.4%	10.8%	12.4%	9.3%	0.4	-3.0
601699.SH	潞安环能	13.6%	20.0%	12.6%	9.7%	15.4%	23.1%	14.2%	1.6	-8.8

## 无烟煤

600123.SH	兰花科创	21.5%	20.3%	22.9%	15.7%	19.4%	24.3%	23.9%	1.0	-0.4
600348.SH	阳泉煤业	6.4%	18.5%	5.5%	7.2%	6.4%	6.4%	3.9%	-1.6	-2.5
000933.SZ	神火股份	15.7%	7.1%	12.0%	17.0%	20.1%	24.4%	15.8%	3.9	-8.6
601101.SH	昊华能源	26.5%	35.6%	30.7%	25.0%	32.4%	53.8%	38.9%	8.2	-14.9

## 其他

000968.SZ	蓝焰控股	15.7%	22.1%	14.7%	12.9%	18.1%	34.6%	12.7%	-2.0	-21.9
600093.SH	易见股份	1.4%	0.8%	1.6%	1.5%	1.4%	-0.8%	2.1%	0.5	2.9
600180.SH	瑞茂通	6.8%	6.6%	7.6%	8.2%	7.9%	4.1%	6.6%	-0.9	2.5
600740.SH	山西焦化	8.4%	11.0%	7.9%	8.9%	8.4%	17.6%	10.3%	2.4	-7.3
603113.SH	金能科技	4.4%	5.5%	4.8%	4.3%	5.0%	6.6%	5.0%	0.2	-1.6

算术平均 15.3% 16.9% 14.6% 14.6% 16.0% 19.0% 15.8% 1.2 -3.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 15: 2018-2020Q1 行业重点上市公司单季度经营性现金流量净额 (单位: 亿元)

证券代码	公司名称	18A	19A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q1 同比	20Q1 环比
动力煤										
000552.SZ	靖远煤电	5.3	4.6	-0.4	3.8	1.1	0.1	2.1	-	1859.5%
000683.SZ	远兴能源	17.4	15.2	1.8	7.5	3.2	2.7	6.2	237.1%	127.3%
000780.SZ	平庄能源	-2.0	-2.2	-1.2	1.4	-2.8	0.4	-0.4	-	-
002128.SZ	露天煤业	37.3	34.6	4.2	9.4	12.8	8.2	8.8	109.9%	6.2%
600121.SH	郑州煤电	7.4	-1.3	0.3	-3.3	2.2	-0.4	-5.6	-	-
600188.SH	兖州煤业	224.3	248.7	44.2	75.0	29.1	100.4	13.4	-69.8%	-86.7%
600397.SH	安源煤业	1.5	1.8	-0.5	0.1	1.1	1.0	-1.8	-	-
600403.SH	大有能源	22.2	15.6	2.6	-0.6	1.9	11.7	1.4	-47.1%	-88.5%
600508.SH	上海能源	10.1	20.1	9.0	2.2	7.2	1.6	0.4	-95.1%	-72.0%
600546.SH	山煤国际	37.6	32.2	6.2	5.7	4.2	16.1	-0.7	-	-
600971.SH	恒源煤电	23.8	22.5	5.3	4.4	2.9	9.9	3.8	-28.1%	-61.5%
601001.SH	大同煤业	35.3	26.9	4.9	11.2	3.5	7.4	3.8	-22.5%	-49.1%
601088.SH	中国神华	882.5	631.1	309.6	100.8	157.1	63.5	299.8	-3.2%	372.3%
601225.SH	陕西煤业	197.6	192.0	53.9	56.4	45.7	36.0	26.9	-50.1%	-25.3%
601898.SH	中煤能源	204.3	219.8	41.3	61.1	66.7	50.8	45.9	11.1%	-9.5%
601918.SH	新集能源	33.7	34.3	8.6	7.5	15.5	2.8	-1.1	-	-
炼焦煤										

000937.SZ	冀中能源	31.0	34.6	3.6	5.5	11.1	14.4	6.1	67.2%	-57.7%
000983.SZ	西山煤电	71.6	75.3	14.3	22.1	14.0	25.0	17.4	22.1%	-30.1%
600157.SH	永泰能源	48.4	51.7	11.1	12.7	13.7	14.2	10.0	-9.3%	-29.5%
600395.SH	盘江股份	8.9	17.4	2.9	4.8	5.5	4.3	1.0	-66.2%	-77.4%
600985.SH	淮北矿业	83.1	94.3	23.5	18.6	16.1	31.0	4.3	-81.7%	-86.1%
600997.SH	开滦股份	33.2	26.1	6.1	5.0	5.7	9.3	7.8	27.1%	-16.3%
601666.SH	平煤股份	28.7	17.7	9.0	11.8	-0.2	-2.8	0.7	-92.2%	-
601699.SH	潞安环能	97.8	44.6	10.3	23.8	12.2	-1.7	-6.6	-	-
无烟煤										
600123.SH	兰花科创	21.9	8.3	2.1	3.5	2.8	-0.1	0.5	-77.0%	-
600348.SH	阳泉煤业	37.6	35.1	3.3	-11.9	16.1	27.6	11.2	245.9%	-59.3%
000933.SZ	神火股份	4.3	1.3	2.7	1.5	3.5	-6.4	4.0	46.7%	-
601101.SH	昊华能源	23.4	19.1	3.6	6.4	6.3	2.8	4.4	20.9%	57.2%
其他										
000968.SZ	蓝焰控股	6.9	8.6	-1.8	1.9	4.4	4.2	0.2	-	-95.6%
600093.SH	易见股份	7.5	7.2	-0.7	-1.1	1.2	7.8	-4.5	-	-
600180.SH	瑞茂通	39.3	70.4	15.0	3.1	34.6	17.8	3.4	-77.6%	-81.2%
600740.SH	山西焦化	5.9	0.9	1.3	-0.8	0.2	0.2	0.4	-68.0%	142.9%
603113.SH	金能科技	16.9	4.9	-0.5	2.2	0.5	2.7	2.8	-	3.9%
总计		2228.1	1921.7	582.3	446.4	458.1	429.8	463.6	-20.4%	7.9%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 四、20Q1 经营概况：煤炭产销受疫情影响不大，吨煤收入明显下降，近半数公司吨煤成本小幅上升

### （一）整体产销量同比分别增长 2.6%和 4.4%

截止目前，22家公司披露了较为完整的20Q1经营数据，其中，**产量方面**，22家公司1季度商品煤产量总和为2.2亿吨，同比增长2.6%。产量增幅较大的公司包括：中国神华（同比+290万吨或4.1%）、陕西煤业（同比+215万吨或9.0%）、兖州煤业（同比增加102万吨或4.4%）。

**销量方面**，22家公司20Q1商品煤销量总和为3.2亿吨，同比增长4.4%。其中，销量增幅较大的有陕西煤业（同比+1266万吨或37.4%）、兖州煤业（同比+680万吨或25.7%）、阳泉煤业（同比+258万吨或14.4%）、潞安环能（同比+170万吨或21.5%）。

表 16：2019-2020Q1 行业重点上市公司产销概况

证券代码	公司名称	产量（万吨）			销量（万吨）		
		2019Q1	2020Q1	同比增速	2019Q1	2020Q1	同比增速
动力煤							
000780.SZ	平庄能源	-	-	-	105	116	11.3%
600121.SH	郑州煤电	190	165	-13.2%	185	140	-24.3%
<b>600188.SH</b>	<b>兖州煤业</b>	<b>2319</b>	<b>2422</b>	<b>4.4%</b>	<b>2644</b>	<b>3325</b>	<b>25.7%</b>
600397.SH	安源煤业	55	42	-23.8%	49	36	-26.9%
600403.SH	大有能源	396	320	-19.3%	371	321	-13.5%
600508.SH	上海能源	194	209	7.6%	131	142	8.3%
<b>600546.SH</b>	<b>山煤国际</b>	<b>833</b>	<b>858</b>	<b>3.0%</b>	<b>2289</b>	<b>2277</b>	<b>-0.5%</b>
600971.SH	恒源煤电	257	206	-19.8%	237	174	-26.3%
601001.SH	大同煤业	744	781	5.0%	620	677	9.1%
<b>601088.SH</b>	<b>中国神华</b>	<b>7150</b>	<b>7440</b>	<b>4.1%</b>	<b>10510</b>	<b>9840</b>	<b>-6.4%</b>
<b>601225.SH</b>	<b>陕西煤业</b>	<b>2396</b>	<b>2611</b>	<b>9.0%</b>	<b>3383</b>	<b>4650</b>	<b>37.4%</b>
<b>601898.SH</b>	<b>中煤能源</b>	<b>2460</b>	<b>2556</b>	<b>3.9%</b>	<b>5030</b>	<b>5060</b>	<b>0.6%</b>
601918.SH	新集能源	398	347	-13.0%	399	313	-21.6%
炼焦煤							
600157.SH	永泰能源	272	219	-19.7%	245	219	-10.4%
<b>601666.SH</b>	<b>平煤股份</b>	<b>737</b>	<b>760</b>	<b>3.2%</b>	<b>707</b>	<b>704</b>	<b>-0.3%</b>
600997.SH	开滦股份	202	205	1.1%	50	51	1.2%
<b>600985.SH</b>	<b>淮北矿业</b>	<b>537</b>	<b>539</b>	<b>0.4%</b>	<b>465</b>	<b>410</b>	<b>-11.8%</b>
<b>600395.SH</b>	<b>盘江股份</b>	<b>182</b>	<b>189</b>	<b>3.7%</b>	<b>195</b>	<b>207</b>	<b>6.2%</b>
<b>601699.SH</b>	<b>潞安环能</b>	<b>959</b>	<b>1035</b>	<b>7.9%</b>	<b>792</b>	<b>962</b>	<b>21.5%</b>
无烟煤							
600123.SH	兰花科创	224	191	-14.4%	198	181	-8.7%

600348.SH	阳泉煤业	1015	1073	5.7%	1796	2054	14.4%
601101.SH	昊华能源	279	190	-32.0%	327	223	-31.8%
	总计	21799	22355	2.6%	30728	32082	4.4%

数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

## （二）吨煤收入和成本平均同比分别下滑 7.0%和上涨 3.2%，平均吨煤净利约 100 元

**吨煤收入：**20Q1各公司吨煤收入平均同比降幅（算术平均）约为7.0%，有4家公司吨煤收入同比仍有上涨，分别是平煤股份（同比+4.9%）、平庄能源（同比+3.6%）、大有能源（同比+2.2%）、开滦股份（同比+1.1%）。

**吨煤成本：**20Q1各公司吨煤成本平均同比涨幅（算术平均）约3.2%，而整体法平均成本基本保持平稳。涨幅较大的公司主要包括昊华能源（同比+42.8%）、安源煤业（同比+25.6%）、永泰能源（同比+16.5%）和兖州煤业（同比+10.8%）。吨煤成本降幅较大的公司有上海能源、中山煤国际、淮北矿业和大同煤业，降幅分别为16.3%、11.5%、10.0%和10.0%。

**吨煤净利：**根据我们的测算，各公司20Q1平均吨煤净利约为100元（整体法），同比下降27.6%。其中有4家公司1季度吨煤净利同比提高，分别是永泰能源（同比+26.9%）、大同煤业（同比+10.6%）、恒源煤电（同比+6.3%）、开滦股份（同比+9.5%）。而淮北矿业、开滦股份、陕西煤业公司1季度吨煤净利均在130元以上。

表 17：2019-2020Q1 行业重点上市公司吨煤收入和成本概况

证券代码	公司名称	吨煤收入(元)			吨煤成本(元)		
		2019Q1	2020Q1	同比	2019Q1	2020Q1	同比
动力煤							
000780.SZ	平庄能源	296.4	307.1	3.6%	-	-	-
600121.SH	郑州煤电	422.4	346.2	-18.0%	304.2	322.5	6.0%
600188.SH	兖州煤业	595.7	512.5	-14.0%	331.3	367.0	10.8%
600397.SH	安源煤业	755.3	734.7	-2.7%	521.0	654.3	25.6%
600403.SH	大有能源	369.3	377.4	2.2%	234.9	259.1	10.3%
600508.SH	上海能源	1038.8	855.9	-17.6%	560.9	469.6	-16.3%
600546.SH	山煤国际	358.6	325.4	-9.3%	291.0	257.5	-11.5%
600971.SH	恒源煤电	636.1	630.7	-0.9%	400.8	388.0	-3.2%
601001.SH	大同煤业	400.1	383.3	-4.2%	183.9	165.6	-10.0%
601088.SH	中国神华	411.0	409.0	-0.5%	302.0	298.0	-1.3%
601225.SH	陕西煤业	421.2	384.9	-8.6%	234.3	259.3	10.6%
601898.SH	中煤能源	502.0	470.0	-6.4%	307.0	302.0	-1.6%
601918.SH	新集能源	463.6	439.6	-5.2%	287.7	305.6	6.2%
炼焦煤							
600157.SH	永泰能源	525.7	456.9	-13.1%	202.0	235.3	16.5%

601666.SH	平煤股份	677.1	710.6	4.9%	516.3	553.3	7.2%
600997.SH	开滦股份	1208.3	1221.6	1.1%	-	-	-
600985.SH	淮北矿业	727.1	702.4	-3.4%	454.6	408.9	-10.0%
600395.SH	盘江股份	811.7	630.9	-22.3%	519.3	491.3	-5.4%
601699.SH	潞安环能	592.2	516.5	-12.8%	326.3	305.5	-6.4%
无烟煤							
600123.SH	兰花科创	604.0	500.8	-17.1%	244.5	234.7	-4.0%
600348.SH	阳泉煤业	409.9	382.5	-6.7%	340.3	333.1	-2.1%
601101.SH	昊华能源	378.3	367.7	-2.8%	142.2	203.1	42.8%
	整体法平均	373.4	346.6	-7.2%	303.0	302.3	-0.2%
	算术平均	572.9	530.3	-7.0%	335.2	340.7	3.2%

数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

表 18: 2019-2020Q1 行业重点上市公司吨煤净利概况

证券代码	公司名称	吨煤净利（元）		同比增速
		2019Q1	2020Q1	
动力煤				
600121.SH	郑州煤电	17	-87	-
600188.SH	兖州煤业	130	77	-40.9%
600397.SH	安源煤业	25	-179	-
600403.SH	大有能源	36	9	-74.3%
600508.SH	上海能源	116	104	-10.9%
600546.SH	山煤国际	54	38	-29.3%
600971.SH	恒源煤电	92	98	6.3%
601001.SH	大同煤业	52	57	10.6%
601088.SH	中国神华	124	95	-23.9%
601225.SH	陕西煤业	158	131	-17.3%
601898.SH	中煤能源	105	55	-47.8%
601918.SH	新集能源	115	22	-80.6%
炼焦煤				
601666.SH	平煤股份	50	49	-2.7%
600997.SH	开滦股份	120	131	9.5%
600985.SH	淮北矿业	179	153	-14.9%
600395.SH	盘江股份	162	70	-56.7%
601699.SH	潞安环能	92	61	-33.5%
无烟煤				
600123.SH	兰花科创	90	12	-86.3%
600348.SH	阳泉煤业	31	20	-34.1%
601101.SH	昊华能源	80	11	-85.9%
	整体法平均	137	100	-27.6%
	算术平均	91	46	-49.3%

数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

## 五、行业观点：业绩表现总体符合预期，2 季度行业供需有望改善，估值处于历史低位

近期，国内港口煤价逐步企稳，目前秦港5500大卡动力煤最新报价464元/吨，回落至2016下半年以来的价格低点。3月以来，特别是国内疫情开始缓解后，煤炭生产恢复总体明显好于下游，煤价高点累计跌幅达到107元/吨或10.7%。不过近期代表全社会用电需求的指标的沿海六大电厂耗煤量开始改善，节前一周日均耗煤同比降幅收窄至约8.8%；而供给端近期各地安监和稳煤价的措施逐步加强，节前华能、华电、国电投等公司与中煤签订年度长协维持535元/吨价格中枢不变，预计也将对市场形成支撑。总体来看，进入5月随着国内疫情继续缓解，下游复工复产恢复正常，以及旺季逐步来临，供需产能利用率基本匹配，煤炭供需有望逐步改善，带动煤价逐步企稳。

从行业年报1季报来看，我们覆盖的煤炭行业28家重点公司19年实现归母净利润和扣非后净利润分别为924亿元和836亿元（18年分别为894亿元和859亿元），同比增长3.4%和减少2.7%，而20Q1归母净利润和扣非净利润总计分别为197亿元和191亿元，同比减少25.5%和22.5%。考虑到19年以来煤炭行业供需和价格表现，多数公司业绩表现符合预期。

中长期来看，全球及国内煤炭供给基本平稳，疫情缓解后国内经济仍将稳步增长预期下，煤炭行业未来五年或维持供需基本平衡，煤价或维持在绿色区间。我们认为，虽然短期煤价有所下行，但受益于供需基本平稳，煤炭公司特别是资源优势明显的公司盈利、现金流及分红较为稳健。目前板块多数煤炭公司的分红收益率达到5-8%。行业PB(LF)下降至0.85倍（上一轮最低点2014/3/10为0.99倍），板块投资价值显现。重点看好公司包括陕西煤业、平煤股份、兖州煤业、西山煤电、潞安环能和部分央企龙头等。

## 六、风险提示

下游需求超预期回落，煤价超预期下跌，各公司成本费用过快上涨，计提大额资产减值准备等。



## 广发煤炭行业研究小组

- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2017 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，2019 年新财富能源开采行业第一名。
- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2017 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，2019 年新财富能源开采行业第一名。
- 宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年煤炭行业新财富第一名团队成员，2019 年新财富能源开采行业第一名成员。
- 康 凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与中国神华(601088)公司有投资银行业务关系。

(2) 广发证券在过去 12 个月内与中国神华(01088)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。