

煤炭开采

煤炭行业 2020 年报及 2021 一季报综述：

2021Q1 板块业绩平均增长 56%，持续看好煤炭行业投资机会

评级：增持（维持）

分析师：陈晨

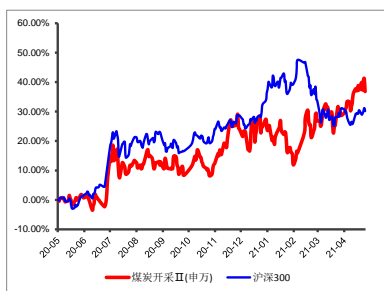
执业证书编号：S0740518070011

电话：

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	37
行业总市值(百万元)	910,959
行业流通市值(百万元)	262,263

行业-市场走势对比

相关报告

<<3月煤炭行业数据点评：煤炭供需关系佳，持续去库存>>2021.04.18

<<1-2月煤炭行业数据点评：焦煤供需关系佳，被动去库存>>2021.03.17

<<12月煤炭行业数据点评：煤炭进口量创历史新高，供需基本面偏紧，煤价高位震荡>>2021.01.19

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E		
淮北矿业	11.74	1.68	1.56	2.08	2.19	7.0	7.5	5.6	5.4	1.14	买入
山西焦煤	5.63	0.42	0.48	0.75	0.77	13.	11.7	7.5	7.3	1.16	买入
陕西煤业	11.25	1.16	1.49	1.56	1.65	9.7	7.6	7.2	6.8	1.52	买入
中国神华	19.21	2.17	1.97	2.39	2.44	8.8	9.8	8.0	7.9	1.03	买入
兖州煤业	12.99	1.78	1.46	2.28	2.48	7.3	8.9	5.7	5.2	1.23	买入
金能科技	18.50	0.90	1.04	1.80	2.31	20.	17.8	10.3	8.0	1.90	买入
潞安环能	8.95	0.80	0.65	1.31	1.37	11.2	13.8	6.8	6.5	0.93	买入

备注 股价为 4 月 30 日收盘价

投资要点

- 2020 年业绩略有下降，Q4 业绩环比下降明显。**重点关注的 29 家煤炭上市公司，2020 年合计实现归属母公司净利润 881 亿元，同比下降 3.4%，扣非后下降 8.8%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，28 家煤炭上市公司，2020 年合计实现归属母公司净利润 489 亿元，同比上涨 2.0%，扣非后下降 10.4%。（永泰能源债务重组以及陕煤投资收益大增等导致行业非经常性收益大幅增加）。环比来看，29 家上市公司 2020Q4 的归母净利润业绩为 180 亿元，环比 Q3 下降 33.7%。如果剔除中国神华后，28 家上市公司 2020Q4 的归母净利润为 124 亿元，环比 Q3 下降 13.1%。Q4 单季业绩的环比下降主要是由于多数煤炭企业习惯性在四季度增加成本费用、计提资产减值损失。
- 煤炭产销同比继续上涨，主因部分新建矿井投产以及收购矿井等（如盘江、山西焦煤等）。**2020 年，29 家上市公司合计产量为 11.1 亿吨，同比上涨 4.3%，销量 16.3 亿吨，同比上涨 7.9%，上市公司煤炭产量约占全国原煤产量比重为 28.5%。如果剔除掉中国神华，2020 年产量为 8.2 亿吨，同比上涨 4.7%，销量 11.8 亿吨，同比上涨 11.3%。
- 吨煤售价下降高于成本下降，致使毛利同比下滑。**2020 年 29 家上市公司煤炭的平均销售价格 364 元/吨，同比下降 7.7%；平均销售成本 304 元/吨，同比下降 0.4%；平均毛利 60 元/吨，同比下降 32.6%；毛利率 16.6%，同比下降 6.1 个百分点，煤炭板块单位盈利能力有所下降。
- 期间费用率同比下降 0.3 个百分点，整体较为平稳。**从相对值来看（算数平均值方法），2020 年期间费用率 15.6%，同比下降 0.3 个百分点，其中，销售费用率 1.8%，同比下降 1.4 个百分点，管理费用率 9.8%，同比增长 1 个百分点，财务费用率 4.0%，同比保持不变；综合来看，由于销售费用率略微下降、管理费用率略微上升，期间费用率变动不大，整体较为平稳。
- 煤企盈利能力弱于上年同期。**29 家上市公司 2020 年毛利率平均值为 25.3%，同比下降 3.2 个百分点；平均销售净利率为 2.5%，同比下降 2.5 个百分点；平均 ROE 为 1.7%，同比下降 4.1 个百分点。如果剔除中国神华，公司的盈利能力也略差于去年同期。
- 经营性现金流有所下滑，偿债能力有所下降。**29 家上市公司 2020 年的经营性现金流合计为 2050 亿元，同比上升 134 亿元（主要是神华财务公司经营活动现金净流入增加 223 亿元），增幅 6%；资产负债率平均为 58.0%，同比增加 1.2 个百分点；现金流动负债比率 31.7%，同比增加 1.9 个百分点。如果剔除掉中国神华，28 家上市公司 2020 年经营性现金流合计为 1238 亿元，同比下降 48 亿元，跌幅为 4%；资产负债率平均为 59.2%，同比增加 1.3 个百分点；现金流动负债比率 21.5%，同比下降 2.0 个百分点。综合来看，随着盈利能力出现小幅下滑，企业的现金流情况有所恶化，资产负债率略有攀升，偿债能力略有下降。
- 应收账款周转天数同比上升，存货周转天数同比下降。**2020 年 29 家上市公司应收账款周转天数平均为 38 天，同比上升 1 天，同比增幅 4.5%；存货周转天数 24 天，同比下降 2 天，降幅 4.8%。2020 年煤炭行业供需呈现前松后紧的特点，煤企继续加大营运能力的提升，存货周转天数继续下降。同时受疫情等因素的冲击，经济环境的变化在一定程度上使得应收账款周转天数有所提升，回款能力有所减弱。

- **2021 年一季度：供需错配背景下煤价上涨，业绩中枢上涨约 56%。** 29 家煤炭上市公司，2021Q1 年合计实现营业收入 2868 亿元，同比增长 25.1%；合计实现归属母公司净利润 305 亿元，同比增长 55.6%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，28 家煤炭上市公司，2021Q1 合计实现归属母公司净利润 189 亿元，同比增长 92.8%。同比业绩的大幅增长主要是由于 2020 年一季度受疫情影响的低基数以及当前供需错配的情况下，动力煤及焦煤价格大幅增长所致。2021Q1 年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 719 元/吨，同比上涨 29%；2021Q1 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 1662 元/吨，同比上涨 5%。
- **投资策略：未来若干年行业维持高景气，持续看好行业投资机会。** 上市公司披露完 2021 年一季报，业绩实现明显增长，业绩中枢上涨约 56%，我们强调 2021 年煤价中枢抬升会带动煤企业绩普遍增长，除此以外，煤炭行业具有较强安全边际（PE 估值 6-8 倍，部分龙头股息率 10% 左右），经历供给侧结构性改革后行业格局实现大幅优化（行业前十产量占比约 60%），碳中和政策进一步限制行业资本开支而未来若干年需求仍会有明显增长，煤炭行业未来几年景气度预计较高，持续看好煤炭行业投资机会。动力煤股建议关注：陕西煤业（资源禀赋优异的成长龙头，业绩稳健高分红）；中国神华（煤企巨无霸，业绩稳定高分红）；兖州煤业（煤炭、煤化工双轮驱动，弹性高分红标的）；中煤能源（煤炭产能仍有扩张预期，煤化工业务提供业绩弹性）。焦炭股建议关注：金能科技（盈利能力强的焦炭公司，青岛 PDH 新项目将成公司增长引擎）；开滦股份（低估值的煤焦一体化龙头）；中国旭阳集团（焦炭行业龙头，市占率持续提升）；陕西黑猫（成长逻辑强，量价齐升）。焦煤股建议关注：淮北矿业（低估值区域性焦煤龙头，焦煤、砂石骨料、煤焦化等多项业绩增长点齐头并进）；山西焦煤（炼焦煤行业龙头，山西国企改革标的）；盘江股份（持续高分红，具有成长性的西南冶金煤龙头）；平煤股份（高分红的中南地区焦煤龙头，减员增效空间大）
- **风险提示：**经济增速不及预期；政策调控力度过大；可再生能源替代等；煤炭进口影响风险。

内容目录

2020 年综述：供需基本平衡，盈利能力小幅下滑	- 5 -
2020 全年煤炭供需基本平衡，煤价中枢回落	- 5 -
业绩同比小幅下滑，扣非后下滑幅度更大	- 6 -
产销同比继续上涨，主因先进产能投放与收购矿井等	- 10 -
吨煤售价下降高于成本下降，致使毛利同比下滑	- 11 -
期间费用率同比下降 0.3 个百分点，整体较为平稳	- 12 -
行业盈利能力弱于上年同期	- 13 -
经营性现金流有所下滑，偿债能力有所下降	- 14 -
应收账款周转天数同比上升，存货周转天数同比下降	- 16 -
2021 年一季度：供需错配背景下煤价上涨，业绩中枢上涨约 56%	- 17 -
供给增速小于需求，煤价持续上涨	- 17 -
业绩同比增长明显，主因为基数效应叠加煤价提高	- 17 -
投资策略：未来若干年行业维持高景气，持续看好行业投资机会	- 18 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1: 秦皇岛港动力煤价格走势 (单位: 元/吨)	- 5 -
图表 2: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨)	- 5 -
图表 3: 京唐港主焦煤价格走势 (单位: 元/吨)	- 5 -
图表 4: 京唐港主焦煤均价 (单位: 元/吨)	- 5 -
图表 5: 29 家上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)	- 7 -
图表 6: 29 家上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元)	- 8 -
图表 7: 29 家公司营业收入总计 (单位: 百万元)	- 9 -
图表 8: 29 家公司净利润总计 (单位: 百万元)	- 9 -
图表 9: 29 家公司归母净利润总计 (单位: 百万元)	- 9 -
图表 10: 29 家公司扣非归母净利润总计 (单位: 百万元)	- 9 -
图表 11: 28 家 (剔除神华后) 营业收入总计 (单位: 百万元)	- 9 -
图表 12: 28 家 (剔除神华后) 净利润总计 (单位: 百万元)	- 9 -
图表 13: 28 家 (剔除神华后) 归母净利润总计 (单位: 百万元)	- 10 -
图表 14: 28 家 (剔除神华后) 扣非归母净利润总计 (单位: 百万元)	- 10 -
图表 15: 29 家上市公司产销情况 (单位: 万吨)	- 10 -
图表 16: 29 家上市公司销售价格、成本、毛利情况 (单位: 元/吨)	- 11 -
图表 17: 29 家上市公司期间费用率情况	- 13 -

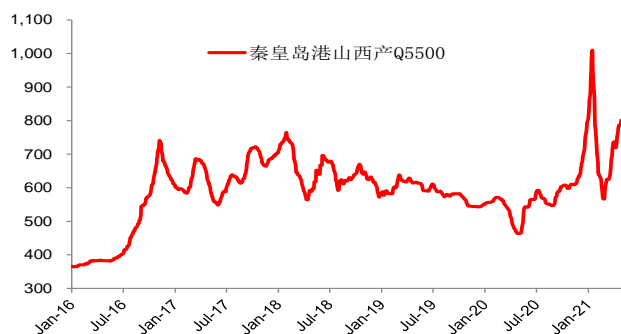
图表 18: 29 家上市公司毛利率、净利率、ROE 情况.....	- 14 -
图表 20: 29 家上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元).....	- 15 -
图表 19: 29 家上市公司应收账款和存货周转天数情况 (单位: 天).....	- 16 -
图表 21: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨).....	- 17 -
图表 22: 京唐港主焦煤均价 (单位: 元/吨).....	- 17 -
图表 23: 29 家上市公司一季度营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元) ...	- 18 -

2020 年综述：供需基本平衡，盈利能力小幅下滑

2020 全年煤炭供需基本平衡，煤价中枢回落

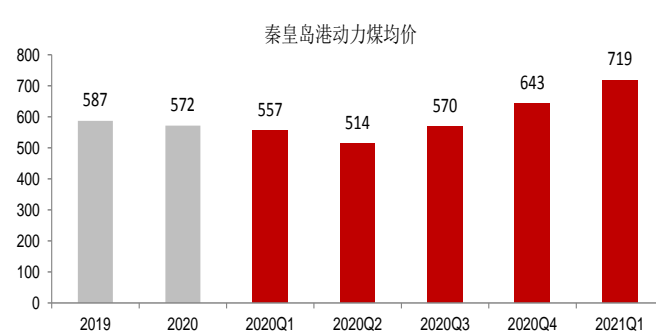
- 2020 年，国内煤炭市场供需呈现基本平衡的状态，据统计局《2020 年国民经济和社会发展统计公报》显示，全国原煤产量 39.0 亿吨，同比增长 1.4%，煤炭进口量 3.04 亿吨，同比增长 1.5%。受到疫情的影响，国内工业企业产出增速有所下滑，工业增加值增速从上年度的 5.6% 下滑至 2.3%，全年火电产量增速从上年度 1.9% 降至 1.2%，2020 年生铁产量增速从上年度的 5.3% 下跌至 4.3%，水泥产量增速从 6.1% 下跌至 1.6%。据统计局公报显示，2020 年全国能源消费总量 49.8 亿吨标准煤，同比增长 2.2%，其中煤炭消费小幅增长 0.6%，煤炭消费总量占比 56.8%，较上一年下降 0.9 个百分点。供给增速略大于需求，2020 年煤价中枢略有回落。
- 分煤种以及现货均价水平来看，2020 年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 572 元/吨，同比下降 2.6%；2020 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 1496 元/吨，同比下降 13%。

图表 1：秦皇岛港动力煤价格走势（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

图表 2：秦港动力煤均价（单位：元/吨）



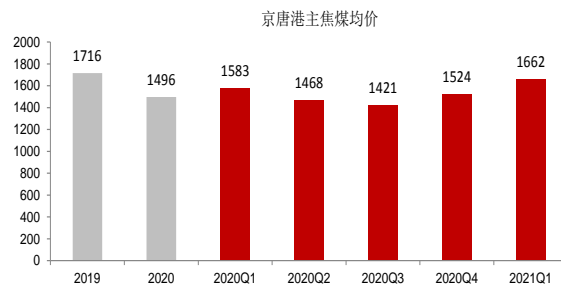
来源：中泰证券研究所，wind

图表 3：京唐港主焦煤价格走势（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

图表 4：京唐港主焦煤均价（单位：元/吨）



来源：中泰证券研究所，wind

业绩同比小幅下滑，扣非后下滑幅度更大

- **业绩同比小幅下滑。**我们重点关注的 29 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等纯焦化企业），2020 年合计实现营业收入 10624 亿元，同比上涨 1.9%；合计实现净利润 1062 亿元，同比下降 4.7%；合计实现归属母公司净利润 881 亿元，同比下降 3.4%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，28 家煤炭上市公司，2020 年合计实现净利润 589 亿元，同比下降 1.6%；合计实现归属母公司净利润 489 亿元，同比上涨 2.0%。2020 年行业盈利能力小幅下滑。
- **扣非后业绩表现仍为负增长。**从扣非归母净利润来看，29 家上市公司 2020 年实现扣非归母净利润 752 亿元，同比下降 8.8%；非经常性损益 129.1 亿元，同比增长 47.3%。如果剔除中国神华，28 家上市公司，2020 年合计实现扣非归母净利润 370 亿元，同比下降 10.4%；非经常性损益 119.1 亿元，同比增加 79.5%。剔除中国神华，2020 年非经常性损益总体同比增长（主要是永泰债务重组以及陕煤投资收益等因素导致），对 2020 年煤炭行业利润增长有一定的正向贡献。

图表 5: 29 家上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2019 营业收入	2020 营业收入	同比 变动	2019 归母净利	2020 归母净 利	同比 变动	2019 扣非归母 净利	2020 扣非归母 净利	同比 变动
靖远煤电	4,056	3,687	-9.1%	525	445	-15.2%	508	435	-14.3%
*ST 平能	2,154	1,842	-14.5%	-78	-761	874.9%	-245	-795	224.1%
神火股份	17,618	18,809	6.8%	1,345	358	-73.4%	-1,570	87	-105.5%
冀中能源	21,740	20,643	-5.0%	901	786	-12.9%	917	800	-12.8%
山西焦煤	32,955	33,757	2.4%	1,710	1,956	14.4%	1,710	1,668	-2.5%
露天煤业	19,155	20,074	4.8%	2,466	2,071	-16.0%	2,350	1,979	-15.8%
郑州煤电	3,580	2,793	-22.0%	-922	-944	2.4%	-690	-992	43.8%
兰花科创	7,947	6,626	-16.6%	663	375	-43.5%	671	330	-50.8%
永泰能源	21,187	22,144	4.5%	140	4,485	3099.3%	92	195	112.9%
兖州煤业	200,647	214,992	7.1%	8,668	7,122	-17.8%	7,472	6,535	-12.5%
华阳股份	32,658	31,181	-4.5%	1,701	1,505	-11.5%	1,577	1,285	-18.5%
盘江股份	6,458	6,481	0.4%	1,091	862	-21.0%	1,039	720	-30.7%
安源煤业	5,554	7,603	36.9%	19	-223	-1273.8%	11	-255	-2401.1%
ST 大有	5,903	5,871	-0.5%	77	-1,036	-1447.4%	69	-358	-620.9%
上海能源	7,623	7,654	0.4%	575	668	16.4%	573	657	14.6%
山煤国际	37,657	35,422	-5.9%	1,173	827	-29.5%	1,267	853	-32.7%
恒源煤电	6,002	5,210	-13.2%	1,128	773	-31.5%	1,138	760	-33.2%
开滦股份	20,072	18,177	-9.4%	1,150	1,079	-6.2%	1,143	1,078	-5.7%
晋控煤业	11,358	10,905	-4.0%	897	876	-2.4%	885	874	-1.2%
中国神华	241,871	233,263	-3.6%	43,250	39,170	-9.4%	41,119	38,165	-7.2%
昊华能源	5,533	4,362	-21.1%	262	48	-81.7%	221	-101	-145.5%
陕西煤业	73,403	94,860	29.2%	11,643	14,883	27.8%	11,153	9,117	-18.3%
平煤股份	23,635	22,397	-5.2%	1,155	1,388	20.1%	1,133	1,459	28.8%
潞安环能	26,791	25,972	-3.1%	2,379	1,931	-18.8%	2,184	1,892	-13.4%
中煤能源	129,294	140,961	9.0%	5,626	5,904	4.9%	5,347	5,748	7.5%
*ST 大洲	1,439	989	-31.3%	-613	-332	-45.8%	-498	-217	-56.4%
辽宁能源	6,690	5,055	-24.4%	26	-467	-1881.9%	-63	-488	672.3%
新集能源	9,224	8,355	-9.4%	576	847	47.0%	-287	544	-289.6%
淮北矿业	60,086	52,276	-13.0%	3,628	3,468	-4.4%	3,171	3,175	0.1%
合计	1,042,288	1,062,363	1.9%	91,162	88,063	-3.4%	82,397	75,150	-8.8%
合计 (剔除神 华)	800,417	829,100	3.6%	47,912	48,893	2.0%	41,278	36,985	-10.4%

来源: wind、中泰证券研究所

- 2020Q4 单季业绩环比下滑, 主要由于计提资产减值损失等。2020 年前三季度, 29 家上市公司各单季度的归母净利润处于上升趋势, 分别为

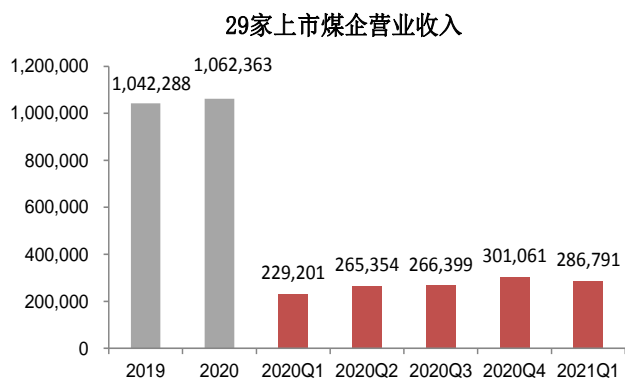
196 亿元、232 亿元和 272 亿元，但 2020Q4 业绩仅为 180 亿元，环比 Q3 下降 33.7%。如果剔除中国神华后，28 家上市公司，2020 年前三季度各单季度的归母净利润也处于上升趋势，分别为 98 亿元、124 亿元和 143 亿元，但 2020Q4 业绩为 124 亿元，环比 Q3 下降 13.1%。Q4 单季业绩的环比下降主要是由于多数煤炭企业习惯性在四季度增加成本费用、计提资产减值损失。

图表 6: 29 家上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2020Q1 归母净利	2020Q2 归母净利	2020Q3 归母净利	2020Q4 归母净利	Q4/Q3 环比变动
靖远煤电	149	128	105	63	-39.7%
*ST 平能	-104	-55	-70	-533	664.4%
神火股份	39	173	280	-134	-148.0%
冀中能源	251	362	258	-35	-113.4%
山西焦煤	534	550	517	355	-31.4%
露天煤业	983	430	646	12	-98.2%
郑州煤电	-150	-161	-96	-537	456.9%
兰花科创	54	93	98	130	32.0%
永泰能源	28	74	96	4,286	4362.8%
兖州煤业	1,528	3,072	1,091	1,431	31.2%
华阳股份	378	343	373	410	9.9%
盘江股份	133	211	228	263	15.2%
安源煤业	-74	-6	-145	2	-101.5%
ST 大有	37	69	34	-1,174	-3601.9%
上海能源	228	244	130	66	-49.3%
山煤国际	205	240	200	181	-9.2%
恒源煤电	200	190	19	364	1789.2%
开滦股份	324	232	250	273	9.3%
晋控煤业	292	149	323	113	-65.1%
中国神华	9,807	10,851	12,904	5,608	-56.5%
昊华能源	25	69	9	-55	-705.1%
陕西煤业	2,356	2,630	6,493	3,404	-47.6%
平煤股份	300	408	337	343	1.8%
潞安环能	695	473	193	570	196.1%
中煤能源	648	1,661	1,845	1,750	-5.2%
*ST 大洲	-35	-14	-41	-242	493.1%
辽宁能源	-86	-108	-235	-38	-84.0%
新集能源	35	60	299	454	51.7%
淮北矿业	828	832	1,054	695	-34.1%
合计	19,607	23,201	27,194	18,024	-33.7%
合计 (剔除神华)	9,800	12,350	14,290	12,416	-13.1%

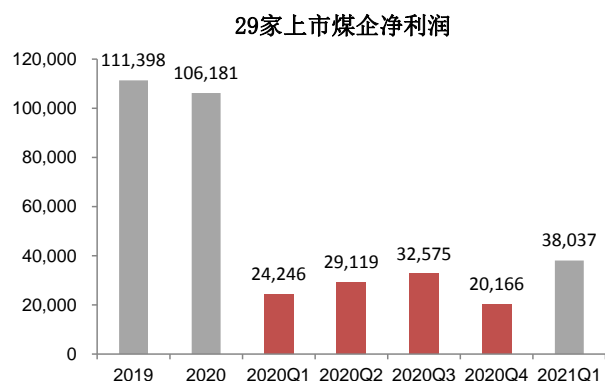
来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 29 家公司营业收入总计 (单位: 百万元)



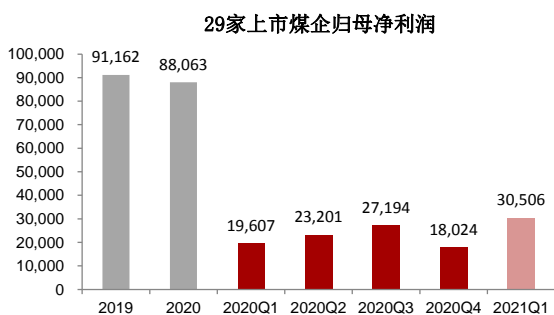
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 8: 29 家公司净利润总计 (单位: 百万元)



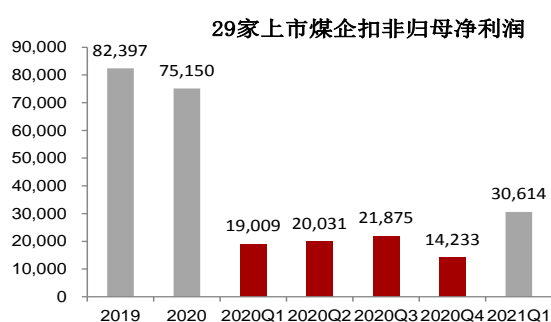
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 9: 29 家公司归母净利润总计 (单位: 百万元)



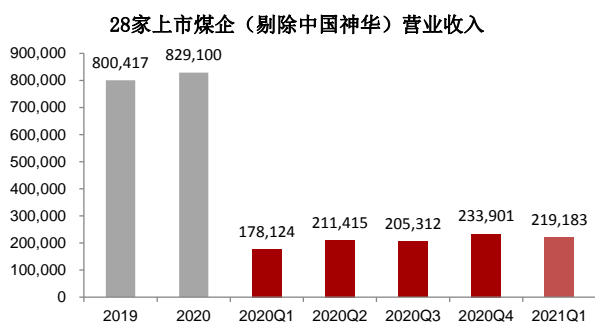
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 10: 29 家公司扣非归母净利润总计 (单位: 百万元)



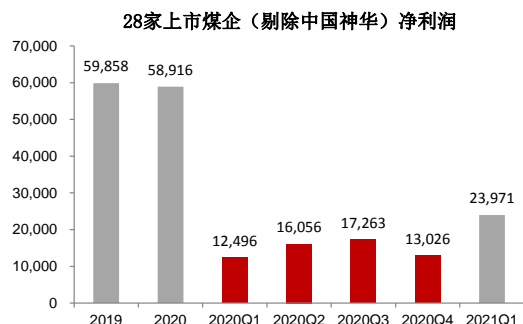
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 11: 28 家 (剔除神华后) 营业收入总计 (单位: 百万元)

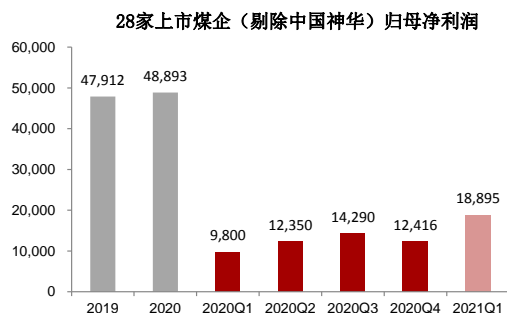


来源: 中泰证券研究所, wind

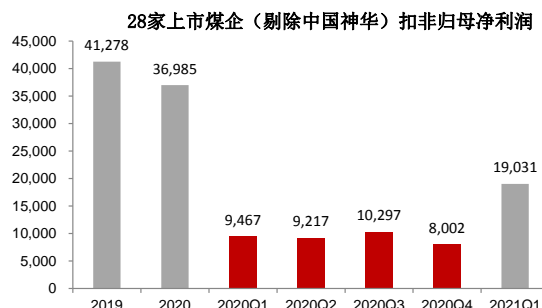
图表 12: 28 家 (剔除神华后) 净利润总计 (单位: 百万元)



来源: 中泰证券研究所, wind

图表 13: 28 家 (剔除神华后) 归母净利润总计 (单位: 百万元)


来源: 中泰证券研究所, wind

图表 14: 28 家 (剔除神华后) 扣非归母净利润总计 (单位: 百万元)


来源: 中泰证券研究所, wind

产销同比继续上涨, 主因先进产能投放与收购矿井等

- 随着部分新建矿井投产以及收购矿井等 (如盘江股份和山西焦煤等), 2020 年上市公司的产量同比继续上涨。29 家公司来看, 2020 年产量为 11.1 亿吨, 同比上涨 4.3%, 销量 16.3 亿吨, 同比上涨 7.9%, 上市公司煤炭产量约占全国原煤产量比重为 28.5%。如果剔除掉中国神华, 28 家公司来看, 2020 年产量为 8.2 亿吨, 同比上涨 4.7%, 销量 11.8 亿吨, 同比上涨 11.3%。

图表 15: 29 家上市公司产销情况 (单位: 万吨)

公司 名称	2019	2020	同比 变动	2019	2020	同比 变动
	产量	产量		销量	销量	
靖远煤电	882	886	0.5%	886	882	-0.5%
*ST 平能	550	511	-7.1%	551	514	-6.8%
神火股份	551	559	1.5%	569	575	1.0%
冀中能源	2,854	2,758	-3.4%	2,895	2,909	0.5%
山西焦煤	3,419	3,544	3.7%	2,888	2,838	-1.7%
露天煤业	4,600	4,599	0.0%	4,607	4,585	-0.5%
郑州煤电	721	711	-1.4%	712	716	0.6%
兰花科创	862	906	5.1%	841	893	6.2%
永泰能源	911	1,031	13.1%	904	1,033	14.2%
兖州煤业	10,963	12,027	9.7%	12,559	14,762	17.5%
华阳股份	4,101	4,322	5.4%	7,549	8,192	8.5%
盘江股份	907	1,144	26.1%	817	1,036	26.9%
安源煤业	211	173	-18.3%	190	155	-18.4%
ST 大有	1,384	1,211	-12.5%	1,322	1,241	-6.1%
上海能源	813	846	4.0%	511	636	24.5%
山煤国际	3,841	3,790.50	-1.3%	10,761	9,225	-14.3%

恒源煤电	1,030	981	-4.8%	837	733	-12.5%
开滦股份	671	718	7.0%	308	321	4.4%
晋控煤业	3,378	3,161	-6.4%	2,820	2,741	-2.8%
中国神华	28,270	29,160	3.1%	44,710	44,640	-0.2%
昊华能源	1,279	1,215	-5.0%	1,460	1,310	-10.3%
陕西煤业	11,494	12,536	9.1%	17,849	24,161	35.4%
平煤股份	2,832	3,082	8.8%	2,554	3,152	23.4%
潞安环能	4,818	5,162	7.1%	4,405	4,847	10.0%
中煤能源	10,184	11,001	8.0%	23,128	26,544	14.8%
*ST 大洲	301	288	-4.3%	306	279	-8.7%
辽宁能源	589	561	-4.7%	569	574	1.0%
新集能源	1,598	1,617	1.2%	1,599	1,575	-1.5%
淮北矿业	2,650	2,713	2.4%	1,728	1,704	-1.4%
合计	106,666	111,214	4.3%	150,834	162,772	7.9%
合计(剔除神华)	78,396	82,054	4.7%	106,124	118,132	11.3%

来源: wind、中泰证券研究所

吨煤售价下降高于成本下降, 致使毛利同比下滑

- 2020 年 29 家上市公司煤炭的平均销售价格为 364 元/吨, 同比下降 7.7%; 平均销售成本 304 元/吨, 同比下降 0.4%; 平均毛利 60 元/吨, 同比下降 32.6%; 毛利率 16.6%, 同比下降 6.1 个百分点, 如前所述, 煤炭板块单位盈利能力有所下降。

图表 16: 29 家上市公司销售价格、成本、毛利情况 (单位: 元/吨)

公司 名称	2020 销售价格	同比 变动	2020 销售成本	同比 变动	2020 毛利	同比 变动	2020 毛利率	同比 变动
靖远煤电	418	-8.8%	191	-17.8%	227	0.4%	54.3%	14.1%
*ST 平能	306	-3.0%	268	14.4%	38	-52.8%	12.6%	-7.7%
神火股份	682	-9.2%	558	-6.6%	125	-19.2%	18.2%	-17.4%
冀中能源	536	-13.3%	398	-14.6%	138	-9.1%	25.7%	1.2%
山西焦煤	625	-8.3%	3,47	36.9%	278	-35.1%	44.4%	-18.4%
露天煤业	144	5.8%	74	5.3%	69	6.3%	48.4%	0.2%
郑州煤电	334	-17.8%	383	6.1%	-49	-207.5%	-14.6%	-25.8%
兰花科创	549	-10.7%	307	0.5%	242	-21.7%	44.0%	-6.2%
永泰能源	560	-14.3%	326	16.1%	234	-37.2%	41.8%	-15.2%
兖州煤业	470	-12.0%	306	-0.2%	165	-27.8%	35.0%	-7.7%
华阳股份	357	-20.1%	297	-10.2%	60	-48.2%	16.8%	-9.1%
盘江股份	600	-20.8%	421	-26.2%	179	-4.6%	29.8%	5.1%
安源煤业	698	-3.4%	572	6.0%	126	-31.0%	18.1%	-7.3%
ST 大有	435	5.9%	329	8.5%	106	-1.4%	24.5%	-1.8%
上海能源	742	-25.7%	477	-18.8%	265	-35.5%	35.8%	-5.4%

山煤国际	379	9.8%	303	12.6%	76	-0.3%	20.0%	-2.0%
恒源煤电	624	-7.0%	381	4.3%	243	-20.5%	38.9%	-6.6%
开滦股份	1,146	-11.3%	648	-14.1%	498	-7.2%	43.4%	1.9%
晋控煤业	380	-1.0%	241	46.1%	139	-36.5%	36.5%	-20.5%
中国神华	426	-3.6%	309	-4.0%	117	-2.4%	27.4%	0.3%
昊华能源	275	-13.4%	150	25.0%	124	-36.9%	45.3%	-16.8%
陕西煤业	381	-3.7%	276	19.0%	105	-36.0%	27.4%	-13.8%
平煤股份	683	-21.3%	488	-28.2%	196	3.4%	28.7%	6.9%
潞安环能	465	-13.5%	299	-4.3%	166	-26.2%	35.8%	-6.2%
中煤能源	41	-4.1%	317	-1.6%	-276	-1.3%	-667.9%	-18.8%
*ST 大洲	236	3.7%	142	9.0%	93	-3.4%	39.6%	-2.9%
辽宁能源	550	-11.9%	479	-0.7%	71	-50.1%	12.8%	-9.8%
新集能源	337	-10.7%	185	-1.6%	151	-19.7%	45.0%	-5.1%
淮北矿业	665	-7.8%	392	-11.1%	273	-2.6%	41.0%	2.2%
平均	364	-7.7%	304	-0.4%	60	-32.6%	16.6%	-6.1%
平均(扣除神华)	341	-9.1%	302	1.3%	39	-49.3%	11.5%	-9.1%

来源: wind、中泰证券研究所

期间费用率同比下降 0.3 个百分点，整体较为平稳

- 期间费用方面，管理费用率略增，销售费用率略降，财务费用率保持不变。**从绝对值来看，2020 年累计期间费用 1035 亿元，同比下降 9.8%，其中，销售费用 239 亿元，同比下降 25.7%，管理费用 567 亿元，同比上升 1.5%，财务费用 229 亿元，同比下降 14.3%。从相对值来看（算数平均值方法），2020 年期间费用率 15.6%，同比下降 0.3 个百分点，其中，销售费用率 1.8%，同比下降 1.4 个百分点，管理费用率 9.8%，同比增长 1 个百分点，财务费用率 4.0%，同比保持不变；综合来看，由于销售费用率略微下降、管理费用率略微上升，期间费用率变动不大，整体较为平稳。

图表 17: 29 家上市公司期间费用率情况

公司名称	2020 期间费用率	同比变动 百分点	2020 销售费用率	同比变动 百分点	2020 管理费用率	同比变动 百分点	2020 财务费用率	同比变动 百分点
靖远煤电	10.92	3.6	4.35	3.0	6.18	0.5	0.4	0.1
*ST 平能	34.14	5.7	2.72	0.3	33.22	5.7	-1.8	(0.3)
神火股份	13.40	(4.8)	1.82	(1.0)	4.03	(2.1)	7.5	(1.6)
冀中能源	14.28	0.9	1.03	(0.4)	10.26	0.8	3.0	0.6
山西焦煤	12.48	(4.8)	1.29	(5.7)	8.56	0.8	2.6	0.1
露天煤业	5.15	0.1	0.32	0.0	2.61	0.5	2.2	(0.4)
郑州煤电	28.71	6.5	2.36	0.2	16.67	4.1	9.7	2.2
兰花科创	24.19	3.9	2.25	(0.5)	16.90	3.9	5.0	0.5
永泰能源	18.35	(5.1)	0.37	(0.5)	4.83	0.4	13.1	(5.0)
兖州煤业	6.51	0.0	2.52	(0.3)	2.74	0.4	1.3	(0.0)
华阳股份	5.95	(0.4)	0.30	(0.4)	4.33	(0.0)	1.3	0.1
盘江股份	14.84	1.0	0.25	(0.0)	12.56	0.6	2.0	0.4
安源煤业	6.53	(2.0)	0.56	(0.4)	2.60	(0.8)	3.4	(0.9)
ST 大有	29.68	6.6	1.65	(0.4)	27.70	9.0	0.3	(2.0)
上海能源	11.05	(2.6)	2.11	0.2	7.83	(1.9)	1.1	(0.8)
山煤国际	8.76	(1.0)	1.18	(1.5)	4.62	0.6	3.0	(0.1)
恒源煤电	19.03	0.7	1.71	0.0	15.93	0.9	1.4	(0.2)
开滦股份	7.10	1.3	1.38	0.1	4.04	1.0	1.7	0.1
晋控煤业	9.86	(20.3)	1.13	(18.3)	5.19	(0.6)	3.5	(1.4)
中国神华	9.08	(0.3)	0.24	(0.0)	8.33	0.3	0.5	(0.5)
昊华能源	24.01	(11.2)	2.91	(10.7)	12.34	(2.8)	8.8	2.3
陕西煤业	7.04	(5.2)	0.87	(2.9)	6.12	(1.6)	0.0	(0.7)
平煤股份	15.47	5.1	4.22	3.3	5.87	1.2	5.4	0.7
潞安环能	15.67	(1.6)	0.62	(1.0)	10.95	0.0	4.1	(0.7)
中煤能源	15.22	(2.0)	8.98	(1.3)	3.03	(0.2)	3.2	(0.5)
*ST 大洲	38.24	8.6	4.27	(0.9)	20.57	3.7	13.4	5.8
辽宁能源	17.60	4.4	1.04	(0.5)	9.16	2.8	7.4	2.1
新集能源	18.30	1.9	0.48	0.0	7.59	1.6	10.2	0.3
淮北矿业	10.11	0.6	0.34	(0.0)	8.09	1.0	1.7	(0.3)
算数平均	15.57	(0.3)	1.84	(1.4)	9.75	1.0	4.0	(0.0)
算数平均 (剔除神华)	15.81	(0.4)	1.89	(1.4)	9.80	1.0	4.1	0.0

来源: wind、中泰证券研究所

行业盈利能力弱于上年同期

- 从销售毛利率来看, 29 家上市公司 2020 年平均值为 25.3%, 同比下降 3.2 个百分点, 其中有 8 家公司毛利率同比好转; 从销售净利率来看, 29 家上市公司 2020 年平均值为 2.5%, 同比下降 2.5 个百分点, 其中有 10 家公司净利率同比好转; 从 ROE 来看, 29 家上市公司 2020 年平均值为 1.7%, 同比下降 4.1 个百分点, 其中有 8 家公司 ROE 同比好转。如果剔除中国神华, 公司的盈利能力也略差于去年同期。

图表 18: 29 家上市公司毛利率、净利率、ROE 情况

公司 名称	2019 毛利率	2020 毛利率	同比变动 百分点	2019 净利率	2020 净利率	同比变动百 分点	2019 ROE	2020 ROE	同比变动百 分点
靖远煤电	28.0	30.3	2.3	13.0	12.1	(0.9)	7.0	5.8	(1.2)
*ST 平能	22.9	15.8	(7.1)	(3.6)	(41.3)	(37.7)	(2.0)	(22.1)	(20.1)
神火股份	14.8	21.5	6.7	3.2	1.3	(1.9)	18.9	7.7	(11.2)
冀中能源	23.2	23.6	0.4	5.5	5.6	0.1	4.5	3.9	(0.6)
山西焦煤	31.9	26.2	(5.6)	6.1	6.5	0.4	8.5	9.2	0.7
露天煤业	27.3	31.2	3.9	14.1	12.8	(1.3)	15.9	12.3	(3.6)
郑州煤电	25.1	12.0	(13.2)	(22.0)	(30.9)	(8.9)	(29.0)	(41.3)	(12.2)
兰花科创	36.4	34.4	(2.1)	6.7	3.8	(2.9)	6.4	3.5	(2.9)
永泰能源	29.6	24.2	(5.4)	1.3	20.8	19.4	0.6	17.4	16.8
兖州煤业	13.9	13.2	(0.7)	5.5	3.2	(2.4)	13.8	9.5	(4.4)
华阳股份	18.1	16.9	(1.2)	5.5	5.3	(0.2)	10.2	9.0	(1.2)
盘江股份	35.7	31.8	(3.8)	16.9	14.3	(2.6)	15.5	11.0	(4.5)
安源煤业	9.3	5.1	(4.2)	0.2	(2.9)	(3.1)	2.2	(30.3)	(32.5)
ST 大有	27.0	24.0	(3.0)	0.2	(19.4)	(19.5)	0.1	(15.1)	(15.3)
上海能源	24.8	24.0	(0.8)	6.4	7.8	1.4	6.0	6.6	0.7
山煤国际	22.0	20.0	(2.1)	4.2	2.6	(1.6)	16.9	9.3	(7.6)
恒源煤电	44.6	37.7	(6.9)	18.8	14.8	(4.0)	13.7	8.6	(5.1)
开滦股份	15.2	16.7	1.5	6.4	6.8	0.4	10.6	9.3	(1.3)
晋控煤业	55.3	35.4	(19.8)	12.0	12.2	0.2	15.1	12.8	(2.3)
中国神华	40.7	40.4	(0.3)	21.3	20.3	(1.0)	12.7	11.0	(1.7)
昊华能源	53.9	36.9	(17.0)	7.4	1.4	(5.9)	3.9	0.6	(3.3)
陕西煤业	40.9	27.5	(13.5)	22.7	20.8	(1.8)	21.5	23.2	1.7
平煤股份	20.7	28.0	7.3	5.6	7.3	1.6	8.5	9.2	0.6
潞安环能	38.7	33.6	(5.1)	8.6	7.3	(1.3)	9.5	7.6	(2.0)
中煤能源	27.9	25.9	(2.1)	6.6	6.3	(0.3)	5.9	5.9	0.0
*ST 大洲	24.2	31.9	7.7	(42.8)	(35.7)	7.1	(60.2)	(55.2)	5.0
辽宁能源	15.7	9.6	(6.1)	0.4	(9.2)	(9.6)	0.5	(8.9)	(9.3)
新集能源	40.2	37.1	(3.1)	8.2	12.3	4.1	9.1	11.7	2.6
淮北矿业	16.5	18.2	1.6	6.0	7.0	1.0	20.6	17.1	(3.4)
算数平均	28.4	25.3	(3.2)	5.0	2.5	(2.5)	5.8	1.7	(4.1)
算数平均 (除神华)	28.0	24.7	(3.3)	4.4	1.9	(2.5)	5.5	1.4	(4.1)

来源: wind、中泰证券研究所

经营性现金流有所下滑, 偿债能力有所下降

- 经营性现金流方面, 29 家上市公司 2020 年合计为 2050 亿元, 同比上升 134 亿元(主要是神华财务公司经营活动现金净流入增加 223 亿元), 增幅 6%; 资产负债率平均为 58.0%, 同比增加 1.2 个百分点; 现金流动负债比率 31.7%, 同比增加 1.9 个百分点。如果剔除掉中国神华, 28 家上市公司 2020 年经营性现金流合计为 1238 亿元, 同比下降 48 亿元,

跌幅为 4%；资产负债率平均为 59.2%，同比增加 1.3 个百分点；现金流流动负债比率 21.5%，同比下降 2.0 个百分点。综合来看，随着盈利能力出现小幅下滑，企业的现金流情况有所恶化，资产负债率略有攀升，偿债能力略有下降。

图表 19: 29 家上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2019 经营性现 金流	2020 经营性 现金流	同比变 动绝对 值	2019 资产负债率	2020 资产负债率	同比变 动百分 点	2019 现金流流动负 债比率	2020 现金流流动负 债比率	同比变 动 百分点
靖远煤电	463	639	176	28.5	37.0	8.4	20.2%	34.5%	14.3
*ST 平能	-222	-148	74	20.7	27.3	6.6	-25.5%	-14.5%	11.0
神火股份	131	1,722	1,591	82.1	79.5	(2.6)	0.4%	4.3%	3.9
冀中能源	3,462	6,640	3,178	49.6	54.0	4.4	26.4%	29.1%	2.8
山西焦煤	7,534	5,242	-2,292	64.5	69.2	4.7	32.7%	16.1%	(16.6)
露天煤业	3,462	6,298	2,836	44.6	40.3	(4.3)	33.8%	80.9%	47.2
郑州煤电	-128	-114	14	71.6	82.2	10.7	-1.4%	-1.0%	0.4
兰花科创	832	684	-148	57.5	58.5	1.0	7.6%	6.7%	(0.9)
永泰能源	5,169	5,019	-150	73.1	56.4	(16.7)	11.2%	20.0%	8.8
兖州煤业	24,871	22,233	-2,638	59.8	69.2	9.4	33.9%	21.8%	(12.1)
华阳股份	3,505	3,967	462	50.8	54.8	4.0	17.7%	15.6%	(2.0)
盘江股份	1,742	683	-1,059	46.5	55.1	8.6	45.4%	13.0%	(32.4)
安源煤业	176	99	-76	88.8	93.2	4.5	3.4%	1.6%	(1.9)
ST 大有	1,559	-277	-1,836	61.0	66.9	5.9	15.6%	-2.5%	(18.1)
上海能源	2,012	622	-1,389	40.4	38.5	(1.9)	41.0%	14.4%	(26.6)
山煤国际	3,223	4,277	1,054	75.9	72.9	(3.0)	14.0%	24.1%	10.1
恒源煤电	2,249	1,666	-583	42.8	40.5	(2.3)	47.1%	36.2%	(10.9)
开滦股份	2,609	1,851	-758	44.9	48.0	3.0	30.4%	22.2%	(8.2)
晋控煤业	2,695	3,749	1,055	59.0	60.6	1.6	19.7%	29.1%	9.4
中国神华	63,106	81,289	18,183	25.6	23.9	(1.7)	66.1%	117.0%	50.9
昊华能源	1,914	1,763	-151	57.1	54.9	(2.1)	30.0%	37.4%	7.5
陕西煤业	19,200	21,140	1,940	39.9	39.8	(0.1)	68.8%	54.2%	(14.6)
平煤股份	1,770	2,614	844	70.0	66.8	(3.2)	7.5%	11.1%	3.5
潞安环能	4,460	2,282	-2,178	68.4	66.8	(1.6)	11.2%	5.8%	(5.4)
中煤能源	21,984	22,632	648	56.9	56.0	(0.9)	26.3%	32.7%	6.5
*ST 大洲	292	137	-155	63.9	67.8	3.9	17.3%	10.0%	(7.3)
辽宁能源	708	787	80	65.1	67.2	2.1	8.3%	9.1%	0.8
新集能源	3,434	2,034	-1,400	75.6	72.9	(2.6)	31.7%	18.4%	(13.3)
淮北矿业	9,434	5,508	-3,926	64.4	62.0	(2.4)	35.5%	19.1%	(16.3)
合计/ 加权平均	191,647	205,040	13,393	56.9	58.0	1.2	29.8%	31.7%	1.9
合计/ 加权平均 (除神华)	128,541	123,751	-4,790	58.0	59.2	1.3	23.5%	21.5%	(2.0)

来源: wind、中泰证券研究所

应收账款周转天数同比上升，存货周转天数同比下降

- 应收账款方面，2020年29家上市公司应收账款周转天数平均为38天，同比上升1天，同比增幅4.5%；存货周转天数24天，同比下降2天，降幅4.8%。2020年煤炭行业供需呈现前松后紧的特点，煤企继续加大营运能力的提升，存货周转天数继续下降。同时受疫情等因素的冲击，经济环境的变化在一定程度上使得应收账款周转天数有所提升，回款能力有所减弱。

图表 20：29 家上市公司应收账款和存货周转天数情况（单位：天）

公司 名称	2019	2020	同比 变动	2019	2020	同比 变动
	应收账款 周转天数	应收账款 周转天数		存货周转天数	存货周转天数	
靖远煤电	54	69	28.5%	35	36	2.8%
*ST 平能	91	88	-2.6%	9	10	10.2%
神火股份	13	17	36.3%	87	51	-41.3%
冀中能源	31	28	-10.2%	17	19	17.0%
山西焦煤	19	19	-1.2%	48	40	-17.2%
露天煤业	43	34	-21.4%	23	35	54.6%
郑州煤电	187	218	16.2%	38	42	11.6%
兰花科创	4	5	55.8%	38	44	15.6%
永泰能源	40	40	0.4%	17	14	-17.6%
兖州煤业	8	7	-14.3%	13	14	11.9%
华阳股份	33	37	11.4%	8	9	14.2%
盘江股份	27	30	12.4%	9	13	39.8%
安源煤业	38	25	-32.9%	10	5	-51.0%
ST 大有	66	59	-10.6%	24	21	-11.0%
上海能源	11	19	76.6%	21	21	-0.1%
山煤国际	27	23	-12.3%	19	18	-8.4%
恒源煤电	10	11	18.0%	33	35	7.8%
开滦股份	34	35	1.8%	25	24	-3.6%
晋控煤业	30	26	-12.0%	27	26	-6.6%
中国神华	12	12	-0.7%	28	32	16.2%
昊华能源	10	16	57.4%	47	33	-28.1%
陕西煤业	25	24	-1.2%	10	17	73.2%
平煤股份	18	22	22.1%	25	29	16.7%
潞安环能	57	63	10.6%	18	15	-14.5%
中煤能源	17	19	9.5%	32	26	-17.4%
*ST 大洲	68	46	-32.2%	38	25	-34.2%
辽宁能源	69	91	32.3%	23	26	15.0%
新集能源	18	18	2.7%	15	15	-0.5%
淮北矿业	8	10	36.3%	11	13	19.8%
算数平均	37	38	4.5%	26	24	-4.8%

算数平均 (剔除神华)	38	39	4.6%	26	24	-5.6%
----------------	----	----	------	----	----	-------

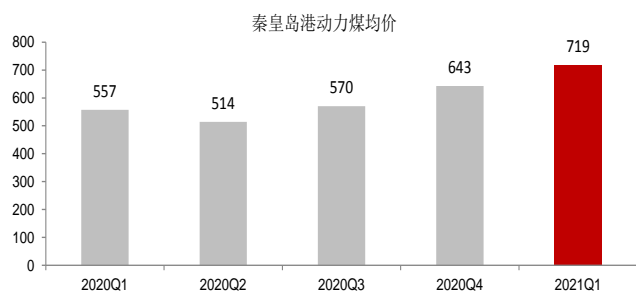
来源: wind、中泰证券研究所

2021 年一季度：供需错配背景下煤价上涨，业绩中枢上涨约 56%

供给增速小于需求，煤价持续上涨

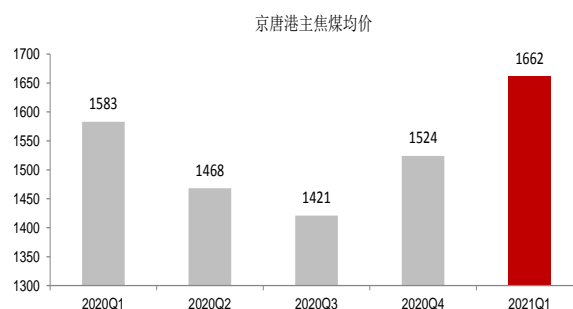
- 2021 年一季度，煤炭行业产能持续增长，1-3 月原煤 9.7 亿吨，同比增长 16.0%，进口煤受疫情等因素限制，前 3 个月进口量 0.68 亿吨，同比下降 28.5%。而下游需求表现非常强劲，2021 年一季度规模以上工业增加值同比增长 35.1%，前 3 个月火电产量同比增长 21.1%，水泥产量同比增长 47.3%，粗钢产量同比增加 15.6%。
- 供给增速小于需求增速导致动力煤价强势上涨。以秦港 Q5500 平仓价来看，最高价为 1010 元/吨（1 月 18 日），最低价 566 元/吨（3 月 1 日），煤价波动较大；炼焦煤价格亦强势上涨。分煤种以及均价水平来看，2021Q1 年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 719 元/吨，同比上涨 29%；2021Q1 年京唐港主焦煤（山西产）均价为 1662 元/吨，同比上涨 5%。

图表 21: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨)



来源: 中泰证券研究所, wind

图表 22: 京唐港主焦煤均价 (单位: 元/吨)



来源: 中泰证券研究所, wind

业绩同比增长明显，主因为基数效应叠加煤价提高

- 我们重点关注的 29 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等纯焦化企业），2021Q1 年合计实现营业收入 2868 亿元，同比增长 25.1%；合计实现净利润 380 亿元，同比增长 56.9%；合计实现归属母公司净利润 305 亿元，同比增长 55.6%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，28 家煤炭上市公司，2021Q1 合计实现净利润 240 亿元，同比增长 91.8%；合计实现归属母公司净利润 189 亿元，同比增长 92.8%。同比业绩的大幅增长主要是由于 2020 年一季度受疫情影响的低基数以及当前供需错配的情况下，动力煤及焦煤价格大幅增长所致。

图表 23: 29 家上市公司一季度营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2020Q1 营业收入	2021Q1 营业收入	同比 变动	2020Q1 净利润	2021Q1 净利润	同比 变动	2020Q1 归母净利	2021Q1 归母净利	同比 变动
靖远煤电	1,087	1,186	9.1%	149	161	7.7%	149	161	7.8%
*ST 平能	402	463	15.1%	(104)	(108)	4.0%	(104)	(108)	4.0%
神火股份	3,688	6,831	85.2%	40	720	1709.7%	39	586	1390.2%
冀中能源	5,065	5,976	18.0%	272	329	21.0%	251	161	-35.8%
山西焦煤	6,963	9,259	33.0%	570	1,006	76.5%	534	910	70.3%
露天煤业	4,918	5,786	17.6%	1,094	1,307	19.5%	983	1,011	2.9%
郑州煤电	569	831	46.0%	(144)	(1)	-99.5%	(150)	(32)	-78.7%
兰花科创	1,507	2,173	44.2%	22	199	795.5%	54	227	320.3%
永泰能源	4,620	5,421	17.3%	62	201	224.9%	28	208	642.2%
兖州煤业	45,605	31,056	-31.9%	1,861	2,261	21.5%	1,528	2,251	47.4%
华阳股份	8,452	10,774	27.5%	415	615	48.2%	378	462	22.4%
盘江股份	1,365	1,719	26.0%	133	212	60.0%	133	207	56.3%
安源煤业	1,277	1,934	51.5%	(75)	(24)	-68.5%	(74)	(22)	-71.1%
ST 大有	1,565	1,706	9.0%	29	132	353.0%	37	134	266.9%
上海能源	1,748	2,007	14.8%	217	200	-7.6%	228	192	-15.9%
山煤国际	7,568	9,367	23.8%	326	461	41.7%	205	319	55.6%
恒源煤电	1,230	1,563	27.1%	201	249	24.1%	200	248	24.1%
开滦股份	4,648	5,839	25.6%	358	744	107.5%	324	606	86.9%
晋控煤业	2,732	3,526	29.1%	448	748	67.1%	292	505	73.1%
中国神华	51,077	67,608	32.4%	11,750	14,066	19.7%	9,807	11,611	18.4%
昊华能源	917	1,373	49.7%	25	236	841.9%	25	172	587.0%
陕西煤业	18,335	34,766	89.6%	3,409	5,507	61.6%	2,356	3,371	43.1%
平煤股份	5,826	6,314	8.4%	373	628	68.5%	300	545	81.7%
潞安环能	5,560	7,757	39.5%	631	1,660	163.1%	695	1,587	128.3%
中煤能源	27,512	44,443	61.5%	1,405	4,701	234.5%	648	3,509	441.1%
*ST 大洲	230	131	-43.2%	(33)	(45)	37.1%	(35)	(34)	-5.0%
辽宁能源	1,832	1,631	-11.0%	(86)	39	-145.1%	(86)	39	-145.3%
新集能源	1,736	2,748	58.3%	77	529	584.8%	35	485	1295.0%
淮北矿业	11,166	12,606	12.9%	823	1,304	58.5%	828	1,194	44.1%
合计	229,201	286,791	25.1%	24,246	38,037	56.9%	19,607	30,506	55.6%
合计 (剔除神 华)	178,124	219,183	23.1%	12,496	23,971	91.8%	9,800	18,895	92.8%

来源: wind、中泰证券研究所

投资策略: 未来若干年行业维持高景气, 持续看好行业投资机会

- 上市公司披露完 2021 年一季报, 业绩实现明显增长, 业绩中枢上涨约 56%, 我们强调 2021 年煤价中枢抬升会带动煤企业绩普遍增长, 除此以外, 煤炭行业具有较强安全边际 (PE 估值 6-8 倍, 部分龙头股股息率 10%)

左右), 经历供给侧结构性改革后行业格局实现大幅优化(行业前十产量占比约 60%), 碳中和政策进一步限制行业资本开支而未来若干年需求仍会有明显增长, 煤炭行业未来几年景气度预计较高, 持续看好煤炭行业投资机会。动力煤股建议关注: 陕西煤业(资源禀赋优异的成长龙头, 业绩稳健高分红); 中国神华(煤企巨无霸, 业绩稳定高分红); 兖州煤业(煤炭、煤化工双轮驱动, 弹性高分红标的); 中煤能源(煤炭产能仍有扩张预期, 煤化工业务提供业绩弹性)。焦炭股建议关注: 金能科技(盈利能力强的焦炭公司, 青岛 PDH 新项目将成公司增长引擎); 开滦股份(低估值的煤焦一体化龙头); 中国旭阳集团(焦炭行业龙头, 市占率持续提升); 陕西黑猫(成长逻辑强, 量价齐升)。焦煤股建议关注: 淮北矿业(低估值区域性焦煤龙头, 焦煤、砂石骨料、煤焦化等多项业绩增长点齐头并进); 山西焦煤(炼焦煤行业龙头, 山西国企改革标的); 盘江股份(持续高分红, 具有成长性的西南冶金煤龙头); 平煤股份(高分红的中南地区焦煤龙头, 减员增效空间大)。

风险提示

- **(1) 经济增速不及预期风险。**中小城市房地产市场降温、地方政府财政吃紧、与美国贸易问题等, 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) 政策调控力度过大风险。**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, 可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **(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、销售业务产生一定的影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。