

煤炭开采

年报&一季报综述：价格强势上涨，加大仓位拥抱煤炭新时代

业绩表现：2020年样本煤企盈利880.4亿元，同比下降2.6%。2020年煤价下跌，在煤炭企业业绩下降。我们统计的27家上市煤企，2020年全年合计实现营业收入10425.6亿元，同比增长1.9%；实现归母净利润880.4亿元，同比下降2.6%；扣非后归母净利润752.8亿元，同比下降10.9%。

财务表现：煤企盈利能力下滑，期间费用率持续下降。

- 盈利方面，我们统计的27家煤企毛利率、净利率、ROE分别为26.0%、10.2%、12.4%，较2018年分别下降2.4%、0.7%、1.4%；
- 期间费用方面，煤企期间费用持续改善，期间费用率较2019年下降1.2pct至9.7%；
- 偿债能力方面，煤企经营性活动现金流同比回升，2020年煤企经营活动净现金流合计2031.8亿元，同比增长6.3%；资产负债率均值49.4%，较2019年下降0.3pct。

经营表现：销量增速高于产量，吨煤销售毛利下滑。

- 产销方面，2020年煤企合计原煤产量11.0亿吨，同比增长5.2%，煤炭销量16.2亿吨，同比增长8.9%；
- 价格方面，2020年煤企平均吨煤综合售价425元/吨，同比下降5.8%；成本302元/吨，同比下降0.6%；吨煤销售毛利较2019年下滑16.3%至124元/吨。

受煤价上涨影响，2021年Q1单季盈利创历史新高。2021年Q1，CCI-5500均价722.8元/吨、同比上涨28.6%。样本煤企实现营收2798.3亿元，同比增长24.2%；实现归母净利299.5亿元，同比增长52.8%，营收、利润均创历史最好水平。Q1样本煤企平均毛利率28.0%，同比增长1个百分点；期间费用率仍控制较好，较去年同期下滑2.8pct至7.7%。

后市展望：价格上涨势头强劲，加大仓位积极布局。

- 动力煤：价格易涨难跌，Q2剑指千元。**受煤价大幅上涨影响，发改委有意“增供稳价”，但实际效果或不及预期。且考虑到当前社会库存整体偏低外加淡季补库或远不及预期，在夏季用煤高峰来临前，下游终端用户集中补库难以避免，届时有望带动煤价再次冲击千元大关。
- 焦煤：供需缺口显现，价格剑指新高。**今年以来，需求端随着新建焦化产能陆续投产，后期炼焦煤需求总体将会呈增长态势，且由于新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，对优质低硫主焦煤的需求更甚。而供给端，目前澳煤问题仍未解决，后期进口优质主焦煤资源面临减少；外加国内部分煤矿因安全压力将逐步关闭退出，焦煤整体供应面临较大收缩幅度，焦煤格局持续向好，焦煤价格逐步走强，剑指历史新高。

长期而言：产能受限、集中度提升，行业格局持续向好。我国煤炭消费占能源消费总量的比重长期维持在70%以上，近年来煤炭消费比重持续下降，2018年、2019年分别为59%、57.7%，2025年预计降至53%，但煤炭消费总量仍处于高位。“十四五”期间，煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用不会改变，在国内供应增量有限（固定资产投资难以支撑产量大幅释放+“3060”背景下各主体新建意愿较弱）、进口煤管控常态化的背景下，行业供需总体平稳，集中度有望进一步提高，在煤炭供给侧结构性改革持续深化的背景下，煤炭行业高质量发展可期。

投资建议：动力煤淡季不淡，价格远超市场预期，全年煤价中枢确定性上移，重点推荐长协占比偏低、业绩弹性大的**晋控煤业、陕西煤业、兖州煤业、中煤能源**以及业绩稳健、低估值高分红的**中国神华**。焦煤长期向好趋势明确，供需缺口将逐步放大，重点推荐全国焦煤龙头**山西焦煤**，以及区域龙头**淮北矿业、平煤股份、盘江股份**。焦炭供需阶段性趋紧，进入提涨周期，重点推荐**金能科技、中国旭阳集团、潞安环能**。

风险提示：在建矿井投产进度超预期，新建矿井项目批复加速，需求超预期细化，进口煤管控放松。

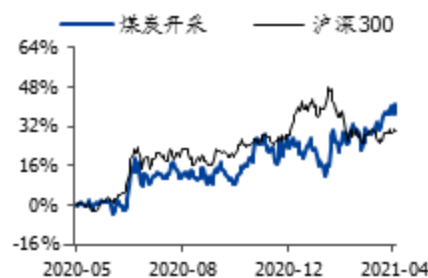
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601225.SH	陕西煤业	买入	1.49	1.43	1.49	1.52	7.55	7.87	7.55	7.40
601001.SH	晋控煤业	—	0.52	0.97	0.76	0.81	12.04	7.08	9.05	8.45
601088.SH	中国神华	买入	1.97	2.31	2.40	2.49	9.75	8.32	8.00	7.71
000983.SZ	山西焦煤	买入	0.48	0.78	0.86	0.91	11.73	7.22	6.55	6.19
600985.SH	淮北矿业	买入	1.56	2.07	2.28	2.30	7.53	5.67	5.15	5.10
601666.SH	平煤股份	买入	0.59	0.88	0.97	1.00	11.19	7.50	6.80	6.60
603113.SH	金能科技	买入	1.04	1.80	2.23	2.73	17.79	10.28	8.30	6.78

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所(未评级公司为wind一致预期)

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱：jiangyuexin@gszq.com

相关研究

- 《煤炭开采：焦煤供应再收缩，格局向好缺口显现》
2021-04-17
- 《煤炭开采：待短暂回调后，煤价剑指千元》
2021-04-13
- 《煤炭开采：全面梳理煤炭板块投资机会》2021-02-25



内容目录

1.行情回顾	4
1.1.行业格局：供给受限、需求恢复	4
1.2.价格：动力煤、焦炭价格均创历史新高	6
1.3.市场表现：强于大市	7
2.2020年年报总结	8
2.1.业绩表现：2020年盈利基本稳定	8
2.2.财务分析	10
2.2.1.盈利能力：毛利率、净利率、ROE均不同程度下滑	10
2.2.2.营运能力：应收账款同比下降，存货周转天数同比增长	12
2.2.3.期间费用：期间费用率持续下降	14
2.2.4.偿债能力：现金流现同比回升，偿债能力稍有增强	16
2.3.经营分析	18
2.3.1.产销：销量增速高于产量	18
2.3.2.价格：售价下滑，成本略降，毛利下降	20
3.2021年Q1：单季盈利创历史新高	22
4.后市展望：价格上涨势头强劲，加大仓位积极布局	24
4.1.短期而言：动煤价格剑指千元，焦煤价格剑指新高	24
4.1.1.动力煤：价格易涨难跌，Q2剑指千元	24
4.1.2.焦煤：供需缺口显现，价格剑指新高	24
4.1.3.焦炭：供给侧方向不变，仍旧依赖政策驱动	26
4.2.长期而言：产能受限、集中度提升，行业格局持续向好	26
4.3.投资策略	27
5.风险提示	27

图表目录

图表 1: 2020年我国原煤产量同比增长 0.9% (亿吨)	4
图表 2: 2020年我国进口煤同比增长 1.4% (万吨)	4
图表 3: 2021年1~3月我国原煤产量同比增长 16.0% (万吨)	5
图表 4: 2021年1~3月我国进口煤数量同比下降 28.6% (万吨)	5
图表 5: 2020年我国火电发电量同比增长 2.1% (亿千瓦时)	5
图表 6: 2020年我国生铁产量同比增长 9.7% (万吨)	5
图表 7: 2021年1~3月我国火电发电量同比上涨 22% (亿千瓦时)	6
图表 8: 2021年1~3月我国生铁产量同比增长 10.6% (万吨)	6
图表 9: 截至4月30日, CCI-5500 报价已突破 800 元/吨 (元/吨)	7
图表 10: 截至4月30日, 京唐港主焦煤 (山西产) 较年初上涨 120 元/吨 (元/吨)	7
图表 11: 煤炭行业位居 29 个中信一级行业第 3 位 (截至 4 月 30 日)	8
图表 12: 中信煤炭板块公司涨跌幅排行 (截至 4 月 30 日)	8
图表 13: 煤企 2020 年业绩表现 (百万)	9
图表 14: 2020 年煤企营业收入同比增长 1.9% (亿元)	10
图表 15: 2020 年煤企营业收入增速排行	10
图表 16: 2020 年煤企归母净利润增速排行	10

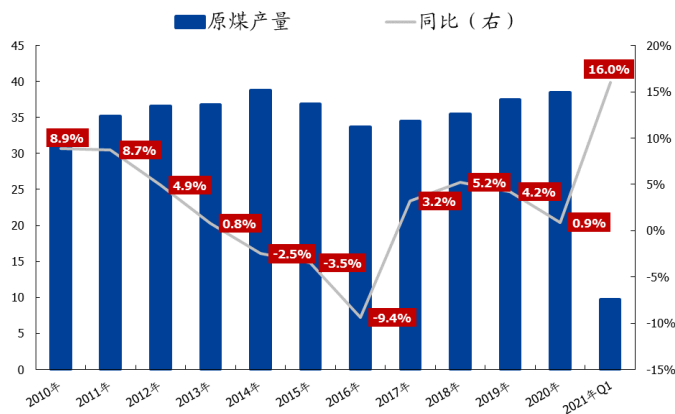
图表 17: 煤企 2020 年盈利能力.....	11
图表 18: 煤企毛利率、ROE 历年走势.....	12
图表 19: 2020 年煤企毛利率排行.....	12
图表 20: 2020 年煤企 ROE 排行.....	12
图表 21: 煤企应收账款及存货周转情况 (百万)(天).....	13
图表 22: 2020 年煤企应收账款周转天数排行 (天).....	14
图表 23: 2020 年煤企存货周转天数排行 (天).....	14
图表 24: 煤企期间费用率历年走势.....	16
图表 25: 2020 年煤企期间费用率排行.....	16
图表 26: 煤企偿债能力 (百万).....	17
图表 27: 煤企资产负债率及营业收入现金比历年走势.....	18
图表 28: 2020 年煤企资产负债率排行.....	18
图表 29: 煤企产销情况 (万吨).....	19
图表 30: 2020 年煤企原煤产量排行 (剔除神华)(万吨).....	20
图表 31: 2020 年煤企产量增速排行.....	20
图表 32: 2020 年煤企煤炭销量排行 (剔除神华)(万吨).....	20
图表 33: 2020 年煤企销量增速排行.....	20
图表 34: 2020 年煤企吨煤销售价格、销售成本、销售毛利情况 (元/吨).....	21
图表 35: 2020 年煤企吨煤售价排行 (元/吨).....	22
图表 36: 2020 年煤企吨煤毛利排行 (元/吨).....	22
图表 37: 2021 年 Q1 煤企营收同比增长 24.2%.....	22
图表 38: 2021 年 Q1 煤企营收增速排行.....	22
图表 39: 2021 年 Q1 煤企归母净利润同比增长 52.8%.....	23
图表 40: 2021 年 Q1 煤企归母净利润增速排行.....	23
图表 41: 2021 年 Q1 煤企毛利率同比增长 1 个百分点.....	23
图表 42: 2021 年 Q1 煤企毛利率排行.....	23
图表 43: 2021 年 Q1 煤企期间费用率同比下降 2.8 个百分点.....	23
图表 44: 2021 年 Q1 煤企期间费用率排行.....	23
图表 45: 煤价走势 (截至 2021 年 4 月 30 日)(元/吨).....	24
图表 46: 炼焦煤供需平衡表 (万吨).....	25
图表 47: 截至 4 月 30 日, 焦炭第 3 轮提涨已落地 (元/吨).....	26
图表 48: 煤炭行业固定资产投资完成额增速再度转负 (亿元).....	27
图表 49: 煤炭行业集中度不断提高.....	27

1. 行情回顾

1.1. 行业格局：供给受限、需求恢复

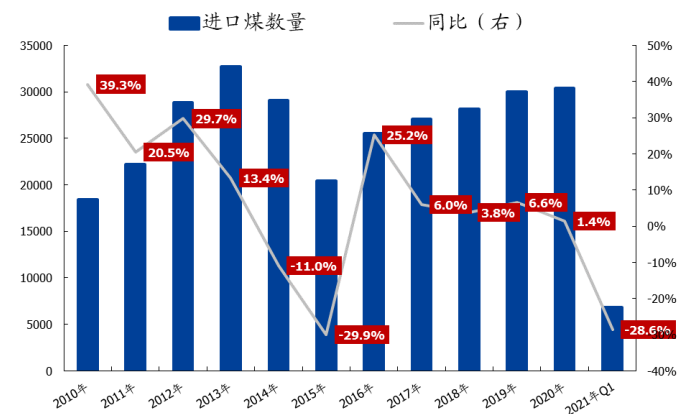
受疫情影响，2020年产量前低后高，全年基本稳定，进口创自2014年来新高。2020年年初，受新冠疫情影响，年后上游煤矿复工受阻，2020年1~2月原煤产量4.9亿吨，同比下滑4.8%；2月下旬后，在国家能源局、发改委相继发文要求做好疫情防控期间煤炭供应保障工作的背景下，各大煤企纷纷响应号召，加快复工复产进度，进入3月份后疫情对煤炭供应端影响已基本消除，单月产量恢复至正常水平。进入2020年Q4后，在国内经济持续修复，供应端进口额度紧张叠加国内供应结构紧缺（内蒙反腐&矿难频发致安监力度加大）等利多因素共振下，煤价飙涨，创下历史新高，国家相关部门加大保供任务，2020年12月单月产量达3.52亿吨，创历史最高水平。据国家统计局数据，2020年全年全国生产原煤38.4亿吨，同比增长0.9%，增速较2019年下降3.3个pct。进口方面，2020年煤炭进口继续保持增长态势，全年累计进口3亿吨，同比增长1.4%，进口数量创下自2014年以来新高。

图表 1: 2020 年我国原煤产量同比增长 0.9% (亿吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

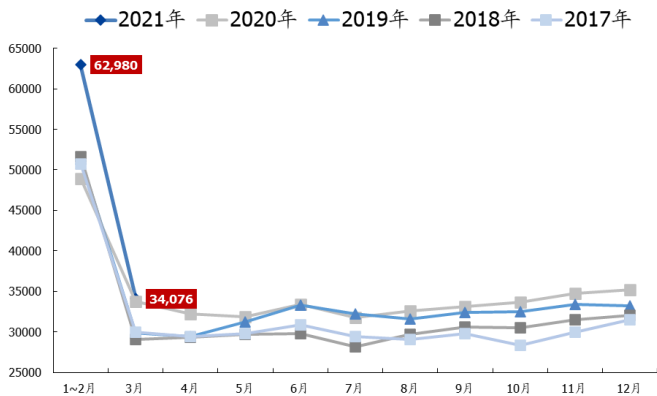
图表 2: 2020 年我国进口煤同比增长 1.4% (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

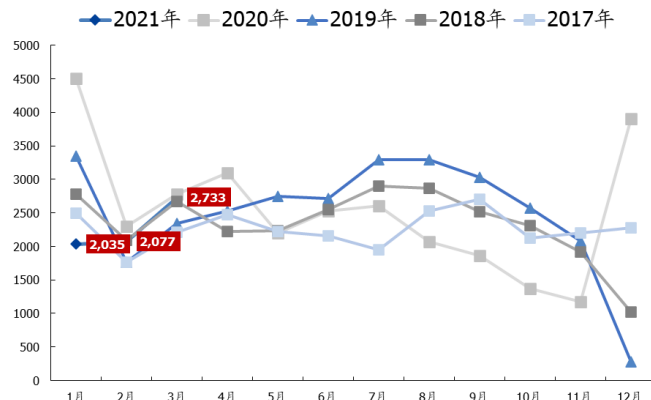
2021年Q1原煤产量同比增长16%，进口煤同比减少28.6%。受保供及就地过年等政策影响，2021年Q1我国原煤产量9.7亿吨，同比增长16%。进口煤方面，随着国际煤价和运费大幅增长，内外贸煤价差缩小，终端采购热情下降，2021年Q1，我国累计进口煤炭6,845.5万吨，同比减少28.6%。

图表 3: 2021年1~3月我国原煤产量同比增长16.0% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

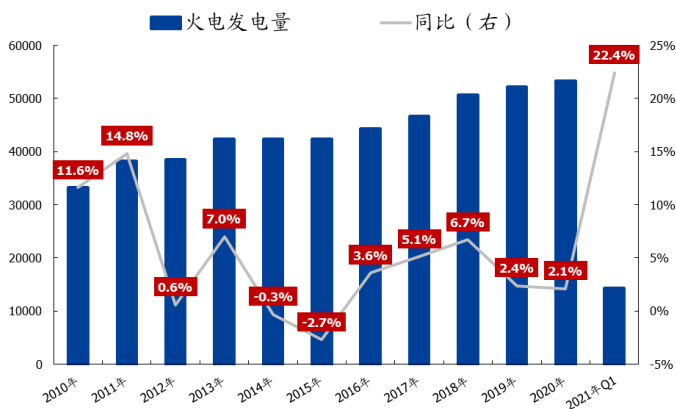
图表 4: 2021年1~3月我国进口煤数量同比下降28.6% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

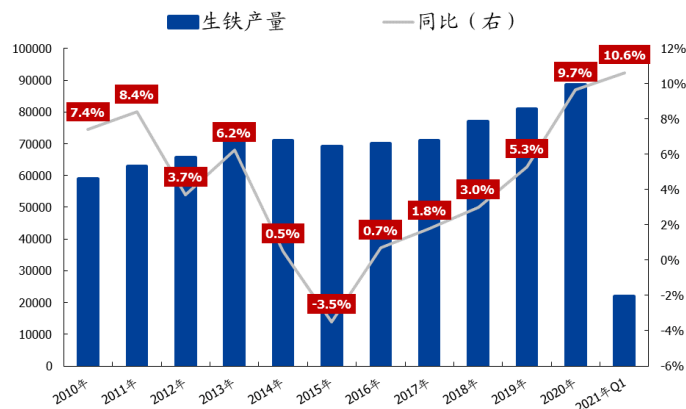
2020年火电增速小幅下滑，生铁产量大幅增长。伴随着我国经济由高速增长转向高质量发展，在稳中求进工作总基调和国家宏观政策逆周期调节下，我国能源消费包括全社会用电量的年均增速延续平稳增长趋势。2020年全年，全国全社会累计发电7.8万亿千瓦时，同比增长3.7%，但受水电、新能源挤压影响，全国火电累计发电量5.3万亿千瓦时，同比增长2.1%，增速较2019年下滑0.3个pct。2020年全国生铁累计产量8.9亿吨，同比增长9.7%，增速较2019年上升4.4个pct。

图表 5: 2020年我国火电发电量同比增长2.1% (亿千瓦时)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

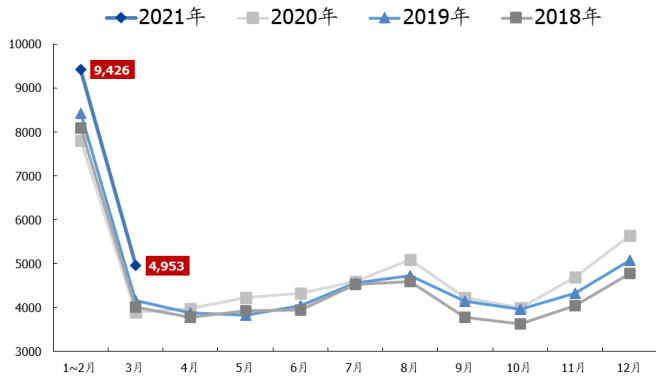
图表 6: 2020年我国生铁产量同比增长9.7% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

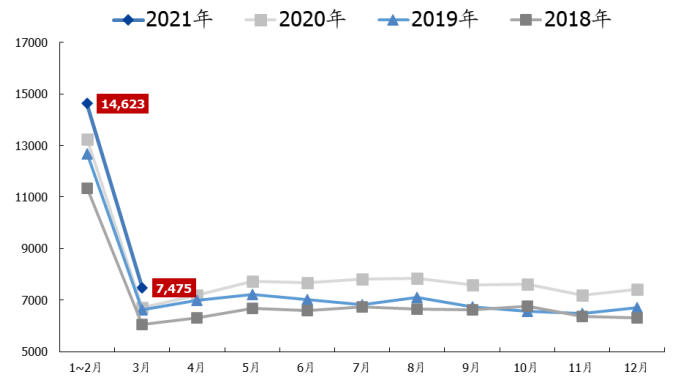
2021年Q1火电发电量同比上涨22.4%，生铁产量同比增长10.6%。在经济复苏的背景下，需求端有明显改善，1~3月份火电累计发电1.4万亿千瓦时，同比上涨22.4%。1~3月份生铁产量2.2亿吨，同比增长10.6%，增速较2019年Q1上涨8.2个pct。

图表 7: 2021年1~3月我国火电发电量同比上涨 22% (亿千瓦时)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2021年1~3月我国生铁产量同比增长 10.6% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2. 价格: 动力煤、焦炭价格均创历史新高

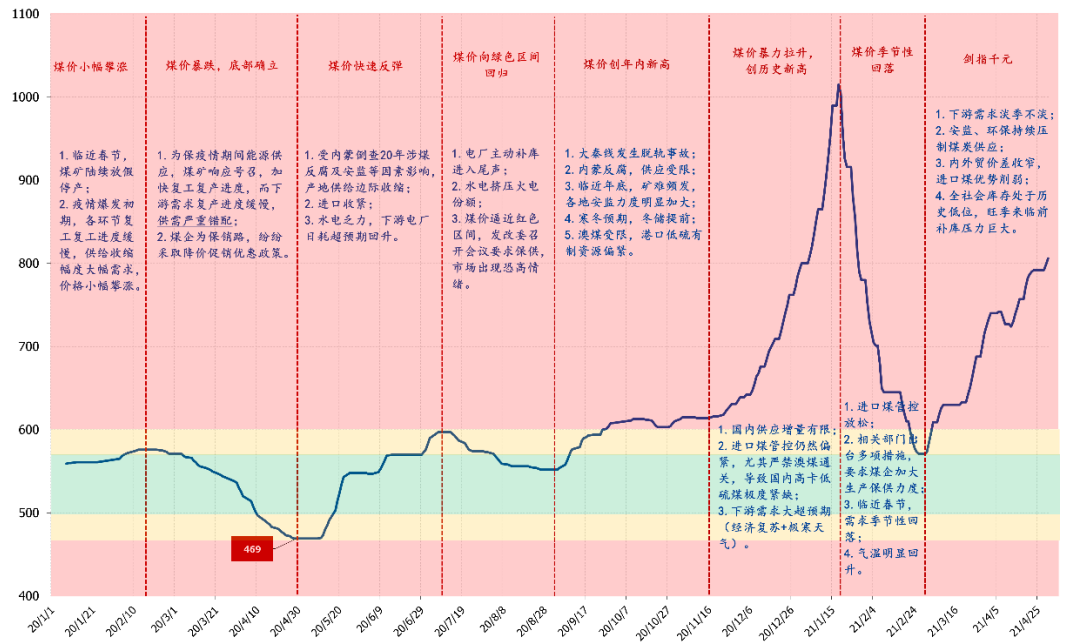
2020年, 煤价先抑后扬, 动力煤、焦炭表现亮眼。

- **动力煤方面**, 2020年年初在新冠疫情冲击下, 年后上游煤矿复工复产进度明显快于下游需求, 导致供需严重错配, 煤价一度跌至 469 元/吨, 创下 2016 年 8 月以来新低。随后, 在内蒙反腐、进口受限以及下游需求逐步复苏的背景下, 煤价反弹, 四季度迭创新高。2020 年动力煤价格先抑后扬, 全年 CCI-5500 动力煤现货均价 575 元/吨, 同比下降 2.9%。
- **焦煤方面**, 2020 年上半年下游焦化行业受各地“去产能”、“环保限产”以及山东“以煤定产”等因素扰动, 焦炭产量出现负增长, 持续压制焦煤需求; 而供给端国内生产和进口煤方面均较为平稳, 导致焦煤价格承压下行。但自 9 月份起, 我国加大了对澳洲焦煤进口的管控力度, 外加上游焦化企业盈利能力较好, 对焦煤采购积极性提升, 焦煤供需格局边际较好, 带动焦煤价格触底回升。2020 年京唐港主焦煤(山西产)全年均价 1,496 元/吨, 同比下降 12.9%。
- **焦炭方面**, 供减需增, 表现最为亮眼。供给端, 在焦化去产能叠加山东“以煤定产”的影响下, 2020 年全国焦炭产能净减少约 2500 万吨, 焦炭产量同比持平; 而下游需求表现亮眼, 钢材、生铁产量创历史新高, 导致焦炭价格自 2020 年 8 月起一路上扬。

2021 年至今, 动力煤先抑后扬, 焦煤价格持续上行。

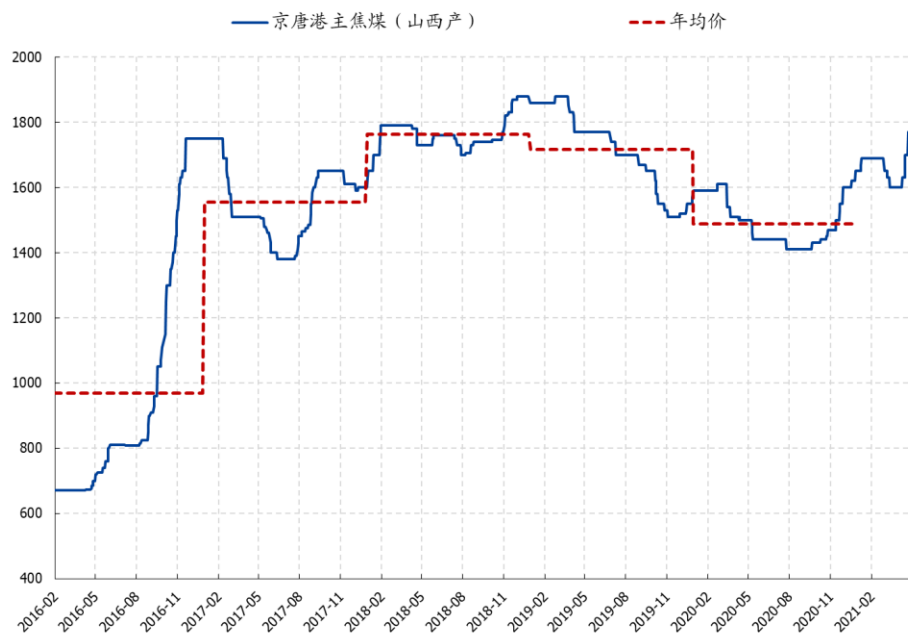
- **动力煤方面**, 1 月下旬, 受需求季节性回落、国家保供政策大力执行的影响, 煤价短暂回调; 3 月后, 因国内供应结构紧缺(内蒙反腐&矿难频发致安监力度加大), 社会库存低位等利多因素共振, 煤价重拾涨势。2021 年 Q1, CCI-5500 均价 722.8 元/吨, 同比上涨 28.6%。截至 4 月 30 日, CCI-5500 报收 806 元/吨, 较年初上涨 6 元/吨。
- **焦煤方面**, 2020 年 Q1, 京唐港主焦煤(山西产)均价 1,663 元/吨, 同比上涨 5%。截至 4 月 30 日, 京唐港主焦煤(山西产)报收 1770 元/吨, 较年初上涨 120 元/吨。
- **焦炭方面**, 春节前延续 2020 年涨价势头, 焦炭价格触及 3000 元/吨(2 月 4 日), 创历史新高。随后, 由于焦化新建产能的逐步投放+下游钢厂限产, 焦炭价格下行至 2150 元/吨(3 月 30 日)。近期, 受环保督察影响, 部分焦化厂被动或主动限产, 个别焦炉被迫闷炉, 山西、河南部分新建产能推迟投产出焦。同时, 钢厂利润较好, 生产积极性较高, 焦炭需求呈增长态势, 焦炭供需阶段性趋紧, 价格亦触底反弹至 2450 元/吨(4 月 30 日)。

图表 9: 截至 4 月 30 日, CCI-5500 报价已突破 800 元/吨 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 截至 4 月 30 日, 京唐港主焦煤 (山西产) 较年初上涨 120 元/吨 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3. 市场表现: 强于大市

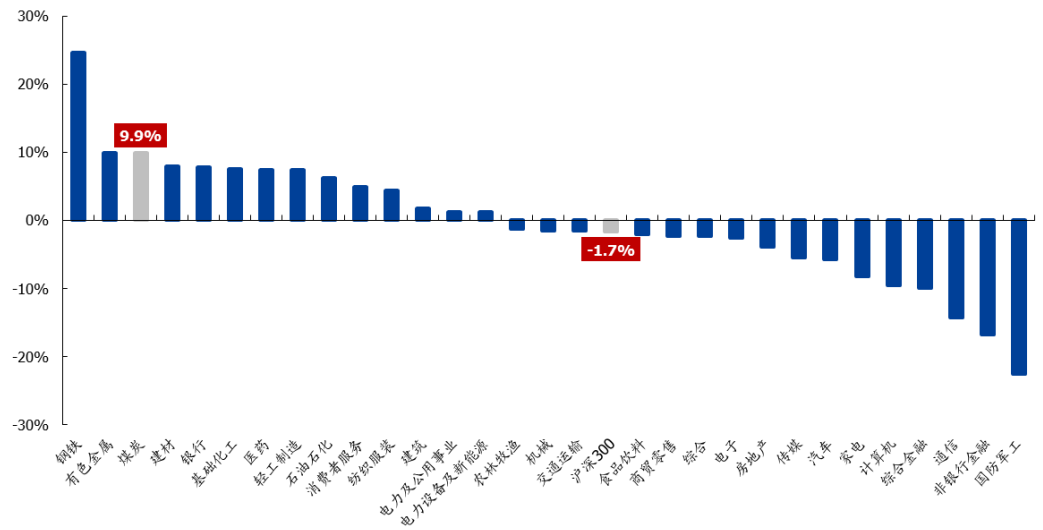
截至 4 月 30 日, 上证指数下跌 0.8%, 沪深 300 指数下跌 1.7%, 中信煤炭指数上涨 9.9%, 跑赢沪深 300 指数 11.6 个百分点, **位居 29 个行业涨跌幅榜第 3 位。**

个股方面, **2020 年至今, 中信煤炭板块 37 家上市公司中 20 家上涨, 17 家下跌。**

➢ 涨幅前五: 陕西黑猫、中煤能源、潞安环能、ST 安泰、兖州煤业, 分别上涨 85.4%、

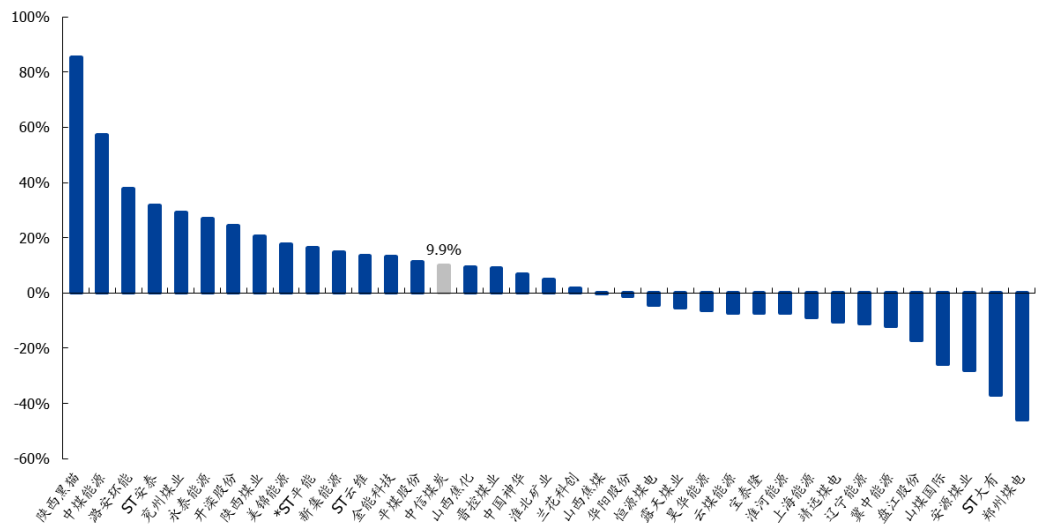
- 57.3%、37.7%、31.8%、29.0%；
- 跌幅前五：郑州煤电、ST大有、安源煤业、山煤国际、盘江股份，分别下跌45.7%、37.0%、27.9%、25.7%、17.2%。

图表 11: 煤炭行业位居 29 个中信一级行业第 3 位 (截至 4 月 30 日)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 中信煤炭板块公司涨跌幅排行 (截至 4 月 30 日)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2020 年年报总结

2.1.业绩表现：2020 年盈利基本稳定

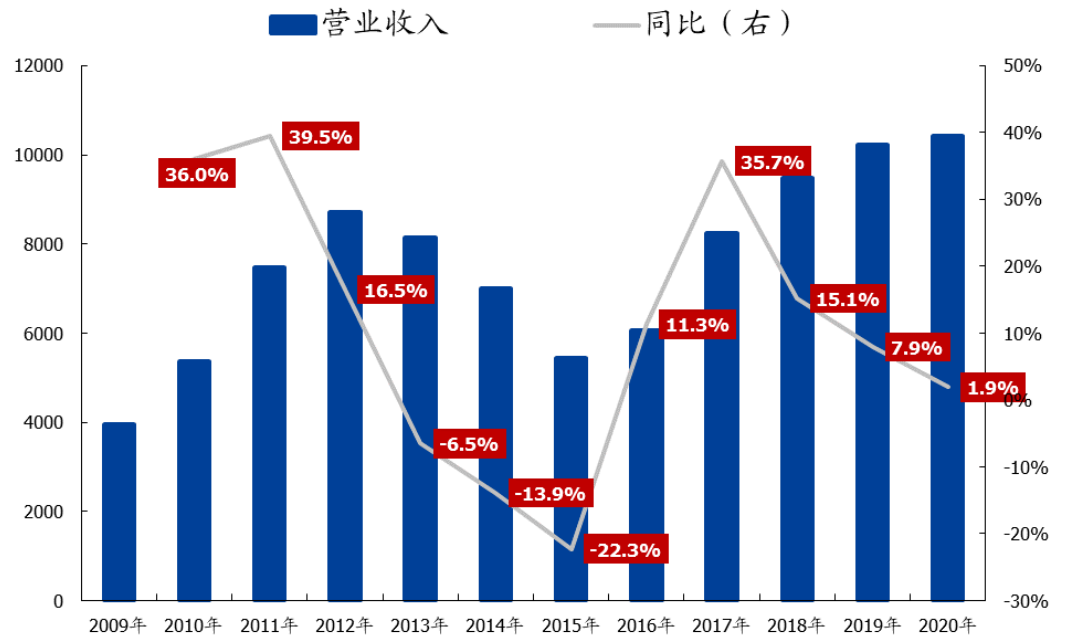
2020 年，尽管煤价下跌，但在企业财务杠杆率降低，资产结构优化的作用下，煤炭企业业绩基本保持稳定。我们统计了 27 家样本上市煤企，2020 年全年合计实现营业收入 10425.6 亿元，同比增长 1.9%；实现归母净利润 880.4 亿元，同比下降 2.6%；扣非后归母净利润 752.8 亿元，同比下降 10.9%。若剔除神华后，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润增速分别为 3.6%、3.6%、-14.4%。

图表 13: 煤企 2020 年业绩表现 (百万)

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2019	2020	同比	2019	2020	同比	2019	2020	同比
露天煤业	19,155	20,074	4.8%	2,466	2,071	-16.0%	2,350	1,979	-15.8%
陕西煤业	73,403	94,860	29.2%	11,643	14,883	27.8%	11,153	9,117	-18.3%
恒源煤电	6,002	5,210	-13.2%	1,128	773	-31.5%	1,138	760	-33.2%
新集能源	9,224	8,355	-9.4%	576	847	47.0%	-287	544	-289.6%
昊华能源	5,533	4,362	-21.1%	262	48	-81.7%	221	-101	-145.5%
中煤能源	129,294	140,961	9.0%	5,626	5,904	4.9%	5,347	5,748	7.5%
上海能源	7,623	7,654	0.4%	575	668	16.4%	573	657	14.6%
中国神华	241,871	233,263	-3.6%	43,250	39,170	-9.4%	41,119	38,165	-7.2%
兖州煤业	200,647	214,992	7.1%	8,668	7,122	-17.8%	7,472	6,535	-12.5%
山煤国际	37,657	35,422	-5.9%	1,173	827	-29.5%	1,267	853	-32.7%
辽宁能源	6,690	5,055	-24.4%	26	-467	-1881.9%	-63	-488	672.3%
晋控煤业	11,358	10,905	-4.0%	897	876	-2.4%	885	874	-1.2%
郑州煤电	3,580	2,793	-22.0%	-922	-944	2.4%	-690	-992	43.8%
ST 大有	5,903	5,871	-0.5%	77	-1,036	-1447.4%	69	-358	-620.9%
*ST 平能	2,154	1,842	-14.5%	-78	-761	874.9%	-245	-795	224.1%
靖远煤电	4,056	3,687	-9.1%	525	445	-15.2%	508	435	-14.3%
安源煤业	5,554	7,603	36.9%	19	-223	-1273.8%	11	-255	-2401.1%
山西焦煤	32,955	33,757	2.4%	1,710	1,956	14.4%	1,710	1,668	-2.5%
冀中能源	21,740	20,643	-5.0%	901	786	-12.9%	917	800	-12.8%
永泰能源	21,187	22,144	4.5%	140	4,485	3099.3%	92	195	112.9%
开滦股份	20,072	18,177	-9.4%	1,150	1,079	-6.2%	1,143	1,078	-5.7%
盘江股份	6,458	6,481	0.4%	1,091	862	-21.0%	1,039	720	-30.7%
潞安环能	26,791	25,972	-3.1%	2,379	1,931	-18.8%	2,184	1,892	-13.4%
平煤股份	23,635	22,397	-5.2%	1,155	1,388	20.1%	1,133	1,459	28.8%
兰花科创	7,947	6,626	-16.6%	663	375	-43.5%	671	330	-50.8%
华阳股份	32,658	31,181	-4.5%	1,701	1,505	-11.5%	1,577	1,285	-18.5%
淮北矿业	60,086	52,276	-13.0%	3,628	3,468	-4.4%	3,171	3,175	0.1%
合计	1,023,231	1,042,564	1.9%	90,430	88,037	-2.6%	84,465	75,280	-10.9%
合计 (剔除神华)	781,360	809,301	3.6%	47,180	48,867	3.6%	43,346	37,115	-14.4%

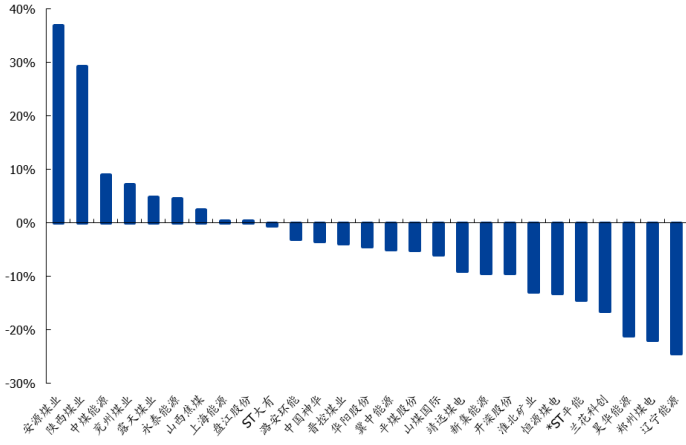
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2020 年煤企营业收入同比增长 1.9% (亿元)



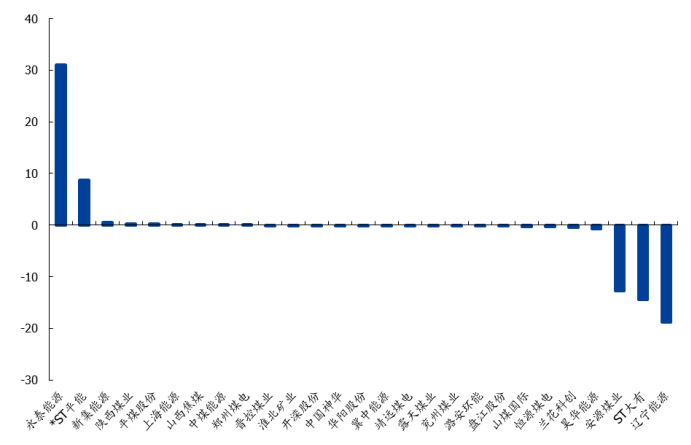
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2020 年煤企营业收入增速排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2020 年煤企归母净利润增速排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2. 财务分析

2.2.1. 盈利能力: 毛利率、净利率、ROE 均不同程度下滑

2020 年, 在新冠疫情冲击下, 煤炭市场由供需严重错配向供需紧平衡过度, 煤价先抑后扬, 四季度更是暴力上涨, 迭创新高。但由于上半年煤价基数过低, 2020 年全年煤价重心整体下移, 煤企全年盈利能力稍有下滑。

➢ 毛利率方面, 煤企平均毛利率为 26.0%, 较 2019 年下降 2.4 个百分点 (部分因为会计准则调整, “销售费用”中的运费及港杂费记入“营业成本”), 其中排名前三的分别为中国神华 (40.4%)、恒源煤电 (37.7%)、新集能源 (37.1%);

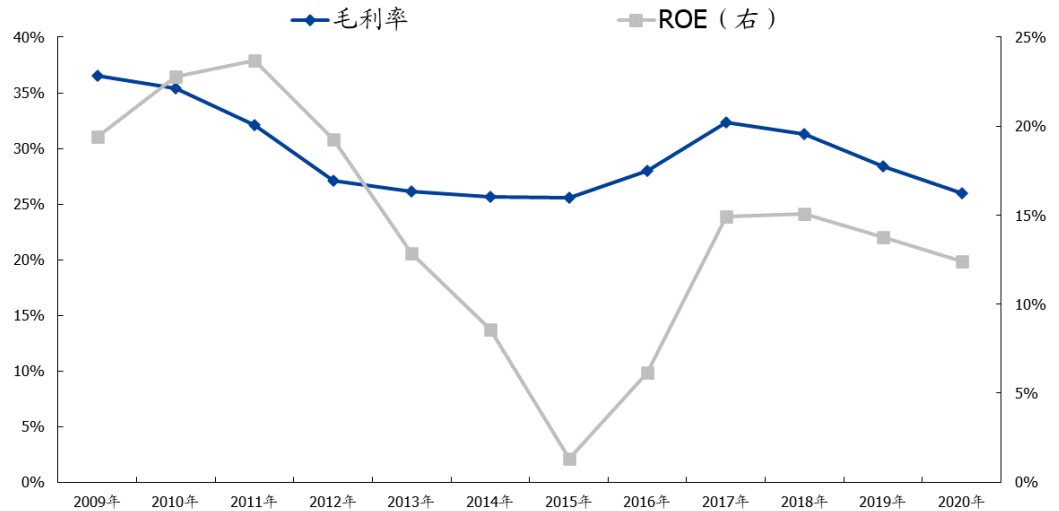
- **净利率方面**，煤企平均净利率为 10.2%，较 2019 年下降 0.7 个百分点，其中排名前三的分别为陕西煤业（20.8%）、永泰能源（20.8%）、中国神华（20.3%）；
- **ROE 方面**，煤企平均 ROE 为 12.4%，较 2019 年降低 1.4 个百分点，其中排名前三的分别为陕西煤业（23.2%）、淮北矿业（17.2%）、永泰能源（13.7%）。

图表 17: 煤企 2020 年盈利能力

公司名称	毛利率			净利率			ROE		
	2019	2020	同比	2019	2020	同比	2019	2020	同比
露天煤业	27.3%	31.2%	3.9%	14.1%	12.8%	-1.3%	17.3%	12.3%	-5.1%
陕西煤业	40.9%	27.5%	-13.5%	22.7%	20.8%	-1.8%	21.4%	23.2%	1.8%
恒源煤电	44.6%	37.7%	-6.9%	18.8%	14.8%	-4.0%	13.6%	8.6%	-5.0%
新集能源	40.2%	37.1%	-3.1%	8.2%	12.3%	4.1%	10.1%	13.0%	2.9%
昊华能源	53.9%	36.9%	-17.0%	7.4%	1.4%	-5.9%	3.6%	0.7%	-3.0%
中煤能源	27.9%	25.9%	-2.1%	6.6%	6.3%	-0.3%	5.9%	6.0%	0.0%
上海能源	24.8%	24.0%	-0.8%	6.4%	7.8%	1.4%	5.9%	6.6%	0.7%
中国神华	40.7%	40.4%	-0.3%	21.3%	20.3%	-1.0%	12.7%	11.0%	-1.7%
兖州煤业	13.9%	13.2%	-0.7%	5.5%	3.2%	-2.4%	13.9%	12.1%	-1.8%
山煤国际	22.0%	20.0%	-2.1%	4.2%	2.6%	-1.6%	16.8%	9.4%	-7.4%
辽宁能源	15.7%	9.6%	-6.1%	0.4%	-9.2%	-9.6%	0.5%	-9.0%	-9.5%
晋控煤业	55.3%	35.4%	-19.8%	12.0%	12.2%	0.2%	15.1%	12.8%	-2.3%
郑州煤电	25.1%	12.0%	-13.2%	-22.0%	-30.9%	-8.9%	-30.1%	-41.4%	-11.4%
ST 大有	27.0%	24.0%	-3.0%	0.2%	-19.4%	-19.5%	1.0%	-15.2%	-16.1%
*ST 平能	22.9%	15.8%	-7.1%	-3.6%	-41.3%	-37.7%	-1.9%	-22.1%	-20.1%
靖远煤电	28.0%	30.3%	2.3%	13.0%	12.1%	-0.9%	7.0%	5.6%	-1.5%
安源煤业	9.3%	5.1%	-4.2%	0.2%	-2.9%	-3.1%	2.2%	-30.1%	-32.3%
山西焦煤	31.9%	26.2%	-5.6%	6.1%	6.5%	0.4%	8.5%	10.0%	1.5%
冀中能源	23.2%	23.6%	0.4%	5.5%	5.6%	0.1%	4.5%	3.9%	-0.5%
永泰能源	29.6%	24.2%	-5.4%	1.3%	20.8%	19.4%	0.6%	13.7%	13.1%
开滦股份	15.2%	16.7%	1.5%	6.4%	6.8%	0.4%	10.5%	9.2%	-1.3%
盘江股份	35.7%	31.8%	-3.8%	16.9%	14.3%	-2.6%	15.7%	12.0%	-3.7%
潞安环能	38.7%	33.6%	-5.1%	8.6%	7.3%	-1.3%	9.7%	7.4%	-2.3%
平煤股份	20.7%	28.0%	7.3%	5.6%	7.3%	1.6%	8.5%	9.3%	0.8%
兰花科创	36.4%	34.4%	-2.1%	6.7%	3.8%	-2.9%	6.4%	3.5%	-2.9%
华阳股份	18.1%	16.9%	-1.2%	5.5%	5.3%	-0.2%	7.8%	6.5%	-1.3%
淮北矿业	16.5%	18.2%	1.6%	6.0%	7.0%	1.0%	20.1%	17.2%	-2.9%
均值	28.4%	26.0%	-2.4%	10.9%	10.2%	-0.7%	13.8%	12.4%	-1.4%

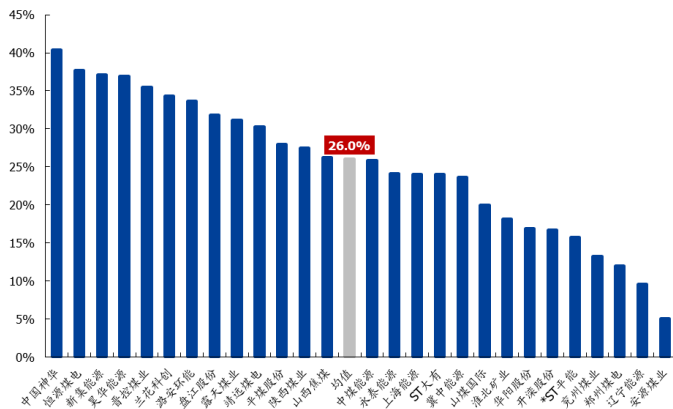
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 煤企毛利率、ROE 历年走势



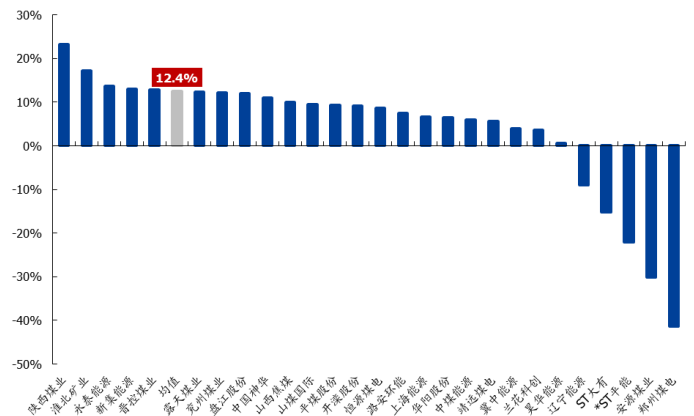
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 2020 年煤企毛利率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 2020 年煤企 ROE 排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2.2. 营运能力: 应收账款同比下降, 存货周转天数同比增长

近年来, 由于煤炭行业的格局持续好转, 煤企的市场地位和议价能力有所增强, 即使 2020 年煤炭价格中枢下移, 但营运情况仍保持稳健。

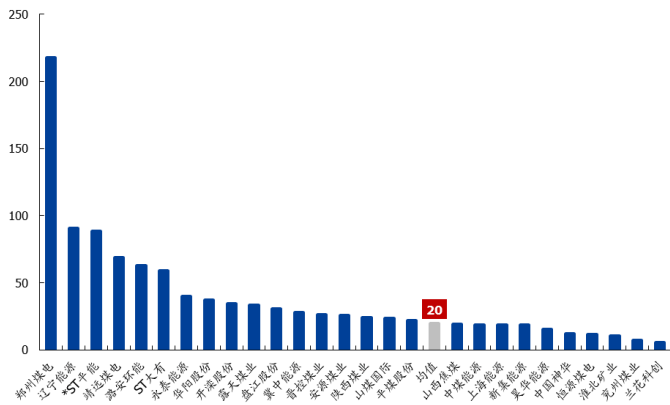
- 应收账款方面, 2020 年煤企应收账款规模 550.2 亿元, 同比下降 4.6%; 应收账款周转天数 20 天, 同比增长 0.6%, 其中应收账款周转天数最低的公司分别为兰花科创 (5 天)、兖州煤业 (7 天)、淮北矿业 (10 天);
- 存货方面, 2020 年煤企存货规模 476.7 亿元, 同比增长 4.5%; 存货周转天数 22 天, 同比增长 4.1%, 其中存货周转天数最低的公司分别为安源煤业 (5 天)、华阳股份 (9 天)、*ST 平能 (9 天)。

图表 21: 煤企应收账款及存货周转情况 (百万)(天)

公司名称	应收账款			应收账款周转天数			存货			存货周转天数		
	2019	2020	同比	2019	2020	同比	2019	2020	同比	2019	2020	同比
露天煤业	1,855	1,887	1.7%	43	34	-21.4%	1,401	1,270	-9.3%	23	35	54.6%
陕西煤业	5,868	6,919	17.9%	25	24	-1.2%	1,314	5,248	299.4%	10	17	73.2%
恒源煤电	162	166	2.8%	10	11	18.0%	333	303	-9.0%	33	35	7.8%
新集能源	426	430	0.8%	18	18	2.7%	191	248	29.6%	15	15	-0.5%
昊华能源	166	213	28.7%	10	16	57.4%	331	181	-45.5%	47	33	-28.1%
中煤能源	7,316	7,241	-1.0%	17	19	9.5%	8,170	7,050	-13.7%	32	26	-17.4%
上海能源	321	469	46.2%	11	19	76.6%	358	324	-9.4%	21	21	-0.1%
中国神华	7,847	7,798	-0.6%	12	12	-0.7%	12,053	12,750	5.8%	28	32	16.2%
兖州煤业	4,495	3,979	-11.5%	8	7	-14.3%	7,300	7,715	5.7%	13	14	11.9%
山煤国际	2,624	1,986	-24.3%	27	23	-12.3%	1,487	1,299	-12.6%	19	18	-8.4%
辽宁能源	1,442	1,108	-23.1%	69	91	32.3%	399	266	-33.3%	23	26	15.0%
晋控煤业	901	704	-21.8%	30	26	-12.0%	450	550	22.1%	27	26	-6.6%
郑州煤电	1,936	1,442	-25.5%	187	218	16.2%	284	290	2.2%	38	42	11.6%
ST 大有	1,074	845	-21.3%	66	59	-10.6%	347	175	-49.4%	24	21	-11.0%
*ST 平能	538	366	-32.0%	91	88	-2.6%	40	42	5.5%	9	10	10.2%
靖远煤电	917	492	-46.3%	54	69	28.5%	245	270	10.2%	35	36	2.8%
安源煤业	589	486	-17.6%	38	25	-32.9%	101	86	-14.9%	10	5	-51.0%
山西焦煤	1,667	1,897	13.8%	19	19	-1.2%	2,783	2,721	-2.2%	48	40	-17.2%
冀中能源	1,684	1,544	-8.3%	31	28	-10.2%	898	804	-10.5%	17	19	17.0%
永泰能源	2,258	2,664	18.0%	40	40	0.4%	824	511	-38.0%	17	14	-17.6%
开滦股份	1,708	1,778	4.1%	34	35	1.8%	1,083	978	-9.8%	25	24	-3.6%
盘江股份	472	624	32.3%	27	30	12.4%	122	202	65.3%	9	13	39.8%
潞安环能	4,823	4,251	-11.9%	57	63	10.6%	869	575	-33.8%	18	15	-14.5%
平煤股份	1,719	989	-42.5%	18	22	22.1%	1,455	1,123	-22.8%	25	29	16.7%
兰花科创	82	119	45.1%	4	5	55.8%	577	495	-14.3%	38	44	15.6%
华阳股份	3,369	3,069	-8.9%	33	37	11.4%	641	681	6.2%	8	9	14.2%
淮北矿业	1,418	1,557	9.8%	8	10	36.3%	1,549	1,513	-2.4%	11	13	19.8%
均值	57,676	55,025	-4.6%	20	20	0.6%	45,606	47,667	4.5%	21	22	4.1%

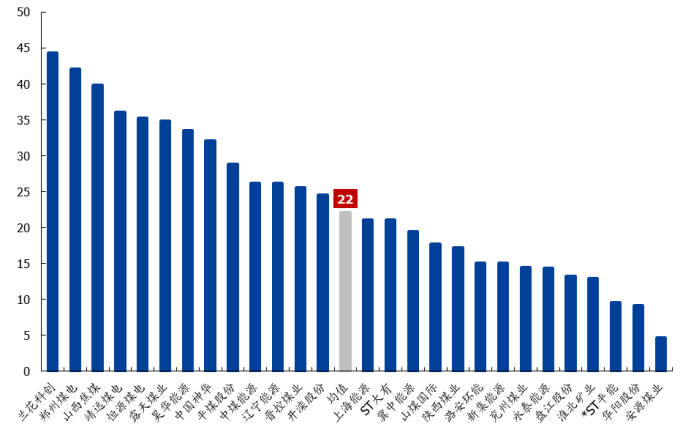
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2020 年煤企应收账款周转天数排行 (天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2020 年煤企存货周转天数排行 (天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2.3.期间费用：期间费用率持续下降

期间费用方面，2020年，煤企期间费用合计1007.3亿元，同比下降9.4%，从内部结构来看，销售费用、管理费用、财务费用均持续改善。

- 销售费用 234.8 亿元，同比下降 25.6%；
- 管理费用 558.7 亿元，同比下降 2.4%；
- 财务费用 213.7 亿元，同比下降 14.6%。

期间费用率方面，2020年，煤企期间费用率9.7%，较2019年下滑1.2个百分点。期间费用率最低的三家公司分别为露天煤业(5.1%)、华阳股份(5.2%)、开滦股份(6.3%)。

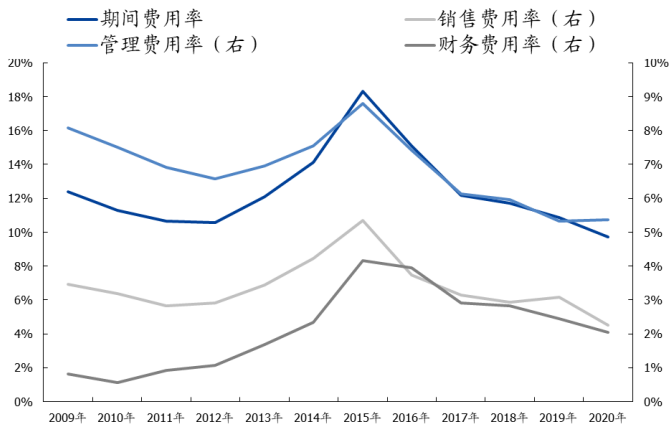
- 销售费用率 2.3%，同比下降 0.8 个百分点；
- 管理费用率 5.4%，同比基本持平；
- 财务费用率 2.0%，同比下滑 0.4 个百分点。

图表 25: 煤企期间费用情况

公司名称	期间费用率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2019	2020	同比	2019	2020	同比	2019	2020	同比	2019	2020	同比
露天煤业	5.0%	5.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.0%	2.1%	2.6%	0.5%	2.6%	2.2%	-0.4%
陕西煤业	12.2%	6.9%	-5.3%	3.8%	0.9%	-2.9%	7.7%	6.1%	-1.6%	0.7%	0.0%	-0.7%
恒源煤电	14.0%	15.6%	1.6%	1.7%	1.7%	0.0%	15.0%	15.9%	0.9%	1.6%	1.4%	-0.2%
新集能源	16.3%	18.3%	2.0%	0.4%	0.5%	0.1%	6.0%	7.6%	1.6%	9.9%	10.2%	0.3%
昊华能源	34.9%	23.9%	-11.0%	13.6%	2.9%	-10.7%	15.2%	12.3%	-2.9%	6.5%	8.8%	2.3%
中煤能源	17.0%	14.8%	-2.2%	10.3%	9.0%	-1.3%	3.3%	3.0%	-0.3%	3.7%	3.2%	-0.5%
上海能源	13.5%	10.6%	-2.9%	1.9%	2.1%	0.2%	9.8%	7.8%	-2.0%	1.9%	1.1%	-0.8%
中国神华	8.9%	8.5%	-0.4%	0.3%	0.2%	-0.1%	8.0%	8.3%	0.3%	1.0%	0.5%	-0.5%
兖州煤业	6.3%	6.3%	0.0%	2.8%	2.5%	-0.3%	2.4%	2.7%	0.3%	1.3%	1.3%	0.0%
山煤国际	9.4%	8.4%	-1.0%	2.7%	1.2%	-1.5%	4.0%	4.6%	0.6%	3.1%	3.0%	-0.1%
辽宁能源	13.2%	17.6%	4.4%	1.6%	1.0%	-0.6%	6.3%	9.2%	2.9%	5.3%	7.4%	2.1%
晋控煤业	28.6%	8.6%	-20.0%	19.4%	1.1%	-18.3%	5.8%	5.2%	-0.6%	5.0%	3.5%	-1.5%
郑州煤电	22.1%	28.4%	6.3%	2.1%	2.4%	0.3%	12.6%	16.7%	4.1%	7.5%	9.7%	2.2%
ST 大有	20.5%	27.4%	6.9%	2.0%	1.6%	-0.4%	18.7%	27.7%	9.0%	2.3%	0.3%	-2.0%
*ST 平能	28.1%	34.0%	5.9%	2.4%	2.7%	0.3%	27.5%	33.2%	5.7%	-1.5%	-1.8%	-0.3%
靖远煤电	7.2%	10.7%	3.5%	1.4%	4.3%	2.9%	5.7%	6.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.1%
安源煤业	8.4%	6.5%	-1.9%	1.0%	0.6%	-0.4%	3.4%	2.6%	-0.8%	4.3%	3.4%	-0.9%
山西焦煤	16.4%	11.3%	-5.1%	7.0%	1.3%	-5.7%	7.8%	8.6%	0.8%	2.5%	2.6%	0.1%
冀中能源	12.5%	13.1%	0.6%	1.4%	1.0%	-0.4%	9.5%	10.3%	0.8%	2.4%	3.0%	0.6%
永泰能源	22.7%	17.8%	-4.9%	0.8%	0.4%	-0.4%	4.5%	4.8%	0.3%	18.2%	13.1%	-5.1%
开滦股份	5.4%	6.3%	0.9%	1.3%	1.4%	0.1%	3.0%	4.0%	1.0%	1.5%	1.7%	0.2%
盘江股份	11.5%	12.4%	0.9%	0.3%	0.2%	-0.1%	12.0%	12.6%	0.6%	1.6%	2.0%	0.4%
潞安环能	14.5%	13.3%	-1.2%	1.6%	0.6%	-1.0%	10.9%	10.9%	0.0%	4.8%	4.1%	-0.7%
平煤股份	8.6%	13.3%	4.7%	0.9%	4.2%	3.3%	4.7%	5.9%	1.2%	4.7%	5.4%	0.7%
兰花科创	20.3%	24.2%	3.9%	2.7%	2.3%	-0.4%	13.0%	16.9%	3.9%	4.6%	5.0%	0.4%
华阳股份	5.6%	5.2%	-0.4%	0.7%	0.3%	-0.4%	4.4%	4.3%	-0.1%	1.3%	1.3%	0.0%
淮北矿业	7.4%	7.5%	0.1%	0.4%	0.3%	-0.1%	7.1%	8.1%	1.0%	2.0%	1.7%	-0.3%
均值	10.9%	9.7%	-1.2%	3.1%	2.3%	-0.8%	5.3%	5.4%	0.0%	2.4%	2.0%	-0.4%

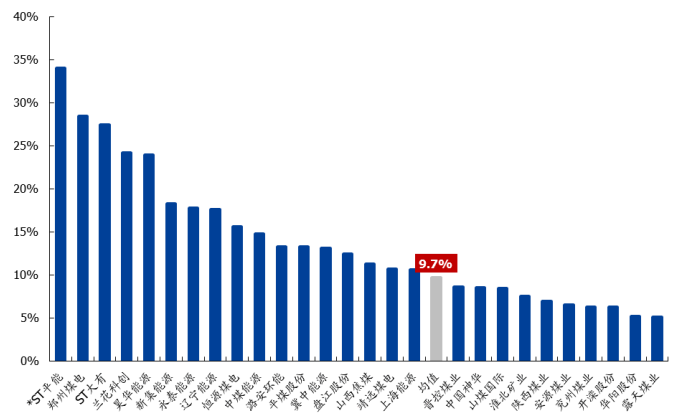
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 煤企期间费用率历年走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 2020年煤企期间费用率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2.4. 偿债能力: 现金流现同比回升, 偿债能力稍有增强

公司的经营性活动现金流同比回升, 偿债能力稍有增强, 资产负债率小幅上涨。

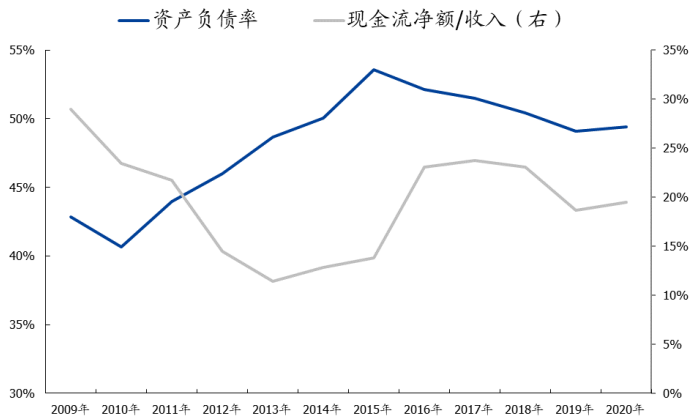
- 现金流方面, 2020年, 煤企经营性活动现金流净额 2031.8 亿元, 同比增长 6.3%;
- 资产负债率方面, 2020年各公司资产负债率均值 49.4%, 较 2019 年下降 0.3 个百分点;
- 营收现金比方面, 2020 年煤企营收现金比均值为 19.5%, 较 2019 年增长 0.8 个百分点。

图表 26: 煤企偿债能力(百万)

公司名称	经营性活动现金流净额			资产负债率			经营性现金净额/营业收入		
	2019	2020	同比	2019	2020	同比	2019	2020	同比
露天煤业	3,462	6,298	81.9%	44.6%	40.3%	-4.3%	18.1%	31.4%	13.3%
陕西煤业	19,200	21,140	10.1%	39.9%	39.8%	-0.1%	26.2%	22.3%	-3.9%
恒源煤电	2,249	1,666	-25.9%	42.8%	40.5%	-2.3%	37.5%	32.0%	-5.5%
新集能源	3,434	2,034	-40.8%	75.6%	72.9%	-2.6%	37.2%	24.3%	-12.9%
昊华能源	1,914	1,763	-7.9%	57.1%	54.9%	-2.1%	34.6%	40.4%	5.8%
中煤能源	21,984	22,632	2.9%	56.9%	56.0%	-0.9%	17.0%	16.1%	-0.9%
上海能源	2,012	622	-69.1%	40.4%	38.5%	-1.9%	26.4%	8.1%	-18.3%
中国神华	63,106	81,289	28.8%	25.6%	23.9%	-1.7%	26.1%	34.8%	8.8%
兖州煤业	24,871	22,233	-10.6%	59.8%	69.2%	9.4%	12.4%	10.3%	-2.1%
山煤国际	3,223	4,277	32.7%	75.9%	72.9%	-3.0%	8.6%	12.1%	3.5%
辽宁能源	708	787	11.3%	65.1%	67.2%	2.1%	10.6%	15.6%	5.0%
晋控煤业	2,695	3,749	39.1%	59.0%	60.6%	1.6%	23.7%	34.4%	10.7%
郑州煤电	-128	-114	-11.0%	71.6%	82.2%	10.7%	-3.6%	-4.1%	-0.5%
ST 大有	1,559	-277	-117.8%	61.0%	66.9%	5.9%	26.4%	-4.7%	-31.1%
*ST 平能	-222	-148	-33.4%	20.7%	27.3%	6.6%	-10.3%	-8.0%	2.3%
靖远煤电	463	639	37.9%	28.5%	37.0%	8.4%	11.4%	17.3%	5.9%
安源煤业	176	99	-43.4%	88.8%	93.2%	4.5%	3.2%	1.3%	-1.9%
山西焦煤	7,534	5,242	-30.4%	64.5%	69.2%	4.7%	22.9%	15.5%	-7.3%
冀中能源	3,462	6,640	91.8%	49.6%	54.0%	4.4%	15.9%	32.2%	16.2%
永泰能源	5,169	5,019	-2.9%	73.1%	56.4%	-16.7%	24.4%	22.7%	-1.7%
开滦股份	2,609	1,851	-29.1%	44.9%	48.0%	3.0%	13.0%	10.2%	-2.8%
盘江股份	1,742	683	-60.8%	46.5%	55.1%	8.6%	27.0%	10.5%	-16.4%
潞安环能	4,460	2,282	-48.8%	68.4%	66.8%	-1.6%	16.6%	8.8%	-7.9%
平煤股份	1,770	2,614	47.7%	70.0%	66.8%	-3.2%	7.5%	11.7%	4.2%
兰花科创	832	684	-17.8%	57.5%	58.5%	1.0%	10.5%	10.3%	-0.1%
华阳股份	3,505	3,967	13.2%	50.8%	54.8%	4.0%	10.7%	12.7%	2.0%
淮北矿业	9,434	5,508	-41.6%	64.4%	62.0%	-2.4%	15.7%	10.5%	-5.2%
小计	191,223	203,180	6.3%	49.1%	49.4%	0.3%	18.7%	19.5%	0.8%

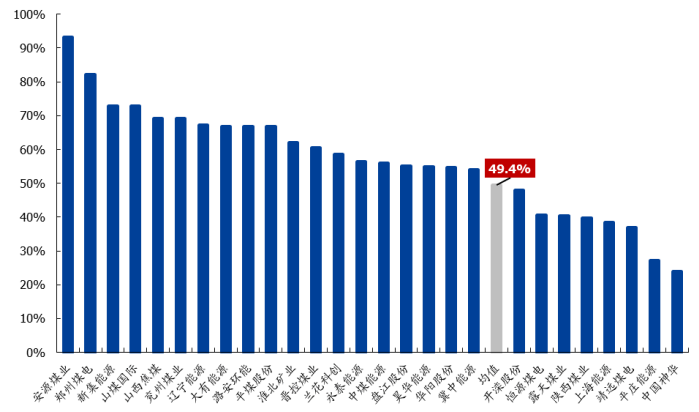
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 煤企资产负债率及营业收入现金比历年走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2020年煤企资产负债率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.经营分析

2.3.1.产销: 销量增速高于产量

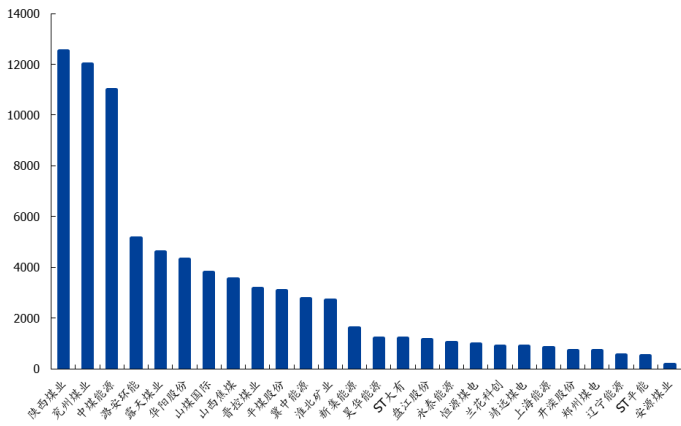
2020年,我们统计的27家煤企共生产原煤11.0亿吨,同比增长5.2%;销量16.2亿吨,同比增长8.9%。若剔除神华后,26家煤企共生产原煤8.1亿吨,同比增长5.9%;销量11.7亿吨,同比增长12.8%。

图表 29: 煤企产销情况 (万吨)

公司名称	产量			销量		
	2019	2020	同比	2019	2020	同比
露天煤业	4,600	4,599	0.0%	4,607	4,585	-0.5%
陕西煤业	11,494	12,536	9.1%	17,849	24,161	35.4%
恒源煤电	1,030	981	-4.8%	837	733	-12.5%
新集能源	1,598	1,617	1.2%	1,599	1,575	-1.5%
昊华能源	1,279	1,215	-5.0%	1,460	1,310	-10.3%
中煤能源	10,184	11,001	8.0%	23,128	26,544	14.8%
上海能源	813	846	4.0%	511	636	24.5%
中国神华	28,270	29,160	3.1%	44,710	44,640	-0.2%
兖州煤业	10,639	12,027	13.0%	11,612	14,762	27.1%
山煤国际	3,841	3,791	-1.3%	10,761	9,225	-14.3%
辽宁能源	589	561	-4.8%	569	574	1.0%
晋控煤业	3,378	3,161	-6.4%	2,820	2,741	-2.8%
郑州煤电	721	711	-1.4%	712	716	0.6%
ST 大有	1,384	1,211	-12.5%	1,322	1,241	6.1%
*ST 平能	550	511	-7.1%	552	514	-6.8%
靖远煤电	882	886	0.5%	886	882	-0.5%
安源煤业	211	173	-18.4%	190	155	-18.4%
山西焦煤	2,889	3,544	22.7%	2,517	2,838	12.8%
冀中能源	2,854	2,758	-3.4%	2,895	2,909	0.5%
永泰能源	911	1,031	13.1%	904	1,033	14.2%
开滦股份	671	718	7.0%	308	321	4.4%
盘江股份	907	1,144	26.1%	817	1,036	26.9%
潞安环能	4,818	5,162	7.1%	4,405	4,847	10.0%
平煤股份	2,832	3,082	8.8%	2,554	3,152	23.4%
兰花科创	862	906	5.1%	841	893	6.2%
华阳股份	4,101	4,322	5.4%	7,549	8,192	8.5%
淮北矿业	2,650	2,713	2.4%	1,728	1,704	-1.4%
合计	104,959	110,366	5.2%	148,642	161,918	8.9%
合计 (剔除神华)	76,689	81,206	5.9%	103,932	117,278	12.8%

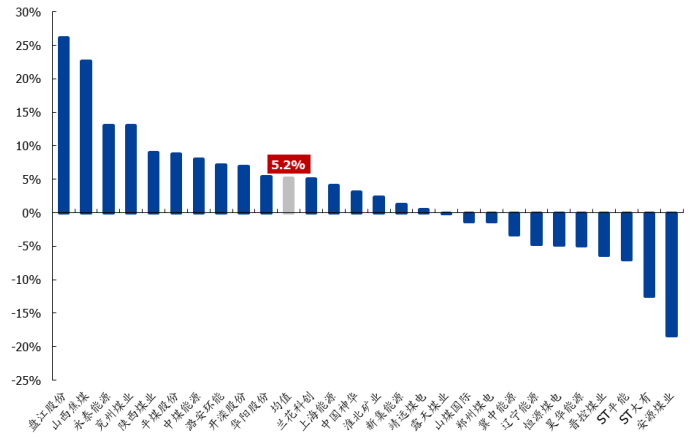
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 30: 2020 年煤企原煤产量排行 (剔除神华) (万吨)



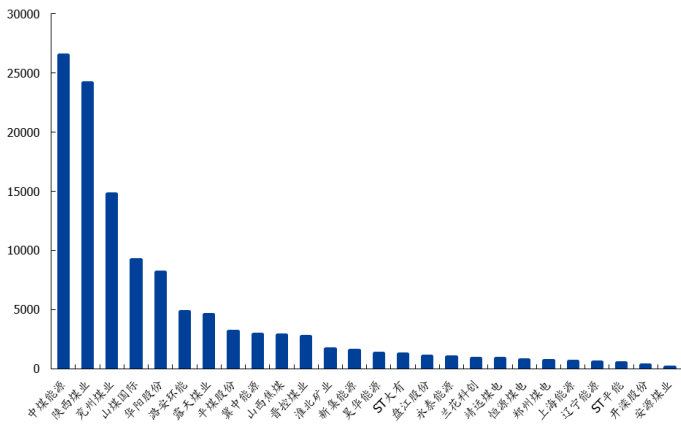
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 31: 2020 年煤企产量增速排行



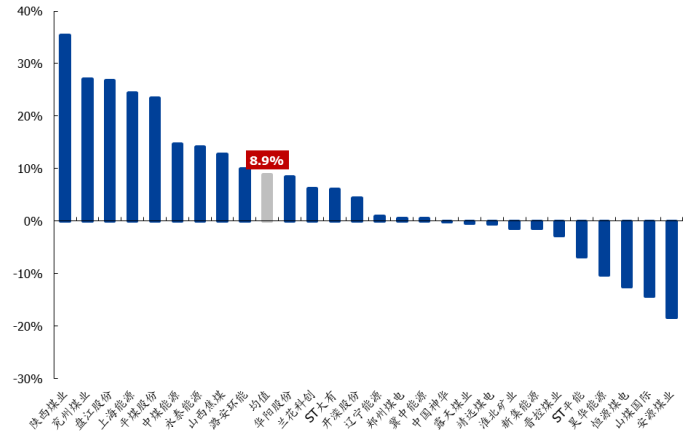
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 32: 2020 年煤企煤炭销量排行 (剔除神华) (万吨)



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 33: 2020 年煤企销量增速排行



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

2.3.2. 价格: 售价下滑, 成本略降, 毛利下降

售价方面, 2020 年煤企吨煤综合售价 425 元/吨, 同比下降 5.8%, 主因 2020 年上半年动力煤在疫情影响下供需错配、售价下跌;

成本方面, 2020 年吨煤销售成本 302 元/吨, 同比下降 0.6%, 下降幅度偏低, 主因会计准则调整, “销售费用”中的运费及港杂费记入“营业成本”;

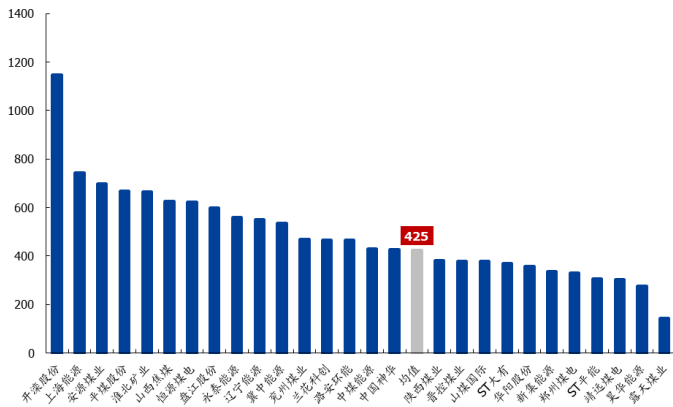
毛利方面, 受售价下滑, 成本上升影响, 2020 年吨煤销售毛利 124 元/吨, 同比下滑 16.3%。

图表 34: 2020 年煤企吨煤销售价格、销售成本、销售毛利情况 (元/吨)

公司简称	吨煤综合售价			吨煤销售成本			吨煤销售毛利		
	2019	2020	同比	2019	2020	同比	2019	2020	同比
露天煤业	136	144	5.8%	71	74	4.3%	65	69	7.4%
陕西煤业	396	381	-3.7%	232	276	19.0%	163	105	-36.0%
恒源煤电	671	624	-7.0%	365	381	4.3%	305	243	-20.5%
新集能源	377	337	-10.7%	188	185	-1.6%	189	151	-19.7%
昊华能源	317	275	-13.4%	120	150	25.0%	197	124	-36.9%
中煤能源	452	429	-5.0%	323	317	-1.6%	129	112	-13.5%
上海能源	998	742	-25.7%	587	477	-18.8%	411	265	-35.5%
中国神华	442	426	-3.6%	322	309	-4.0%	120	117	-2.4%
兖州煤业	549	470	-14.3%	334	306	-8.5%	215	165	-23.4%
山煤国际	345	379	9.8%	269	303	12.6%	76	76	-0.3%
辽宁能源	624	550	-11.9%	482	479	-0.7%	142	71	-50.2%
晋控煤业	384	380	-1.0%	165	241	46.1%	218	139	-36.5%
郑州煤电	406	332	-18.4%	286	284	-0.8%	120	48	-60.1%
ST 大有	363	369	1.6%	260	271	4.1%	103	98	-4.7%
*ST 平能	316	306	-3.0%	234	263	12.5%	82	43	-47.3%
靖远煤电	351	303	-13.7%	232	191	-17.5%	119	111	-6.4%
安源煤业	723	698	-3.4%	539	572	6.0%	183	126	-31.0%
山西焦煤	670	625	-6.7%	279	347	24.3%	391	278	-29.0%
冀中能源	618	536	-13.3%	459	392	-14.7%	159	144	-9.1%
永泰能源	654	560	-14.3%	281	326	16.1%	373	234	-37.2%
开滦股份	1259	1146	-9.0%	755	648	-14.1%	504	498	-1.2%
盘江股份	757	599	-20.9%	495	420	-15.1%	262	179	-31.7%
潞安环能	538	465	-13.5%	312	299	-4.3%	226	166	-26.2%
平煤股份	747	669	-10.4%	563	474	-15.8%	184	195	6.1%
兰花科创	544	465	-14.4%	240	231	-3.8%	304	234	-22.8%
华阳股份	406	357	-12.0%	331	297	-10.2%	75	60	-19.7%
淮北矿业	721	665	-7.8%	441	392	-11.1%	280	273	-2.6%
均值	451	425	-5.8%	303	302	-0.6%	148	124	-16.3%

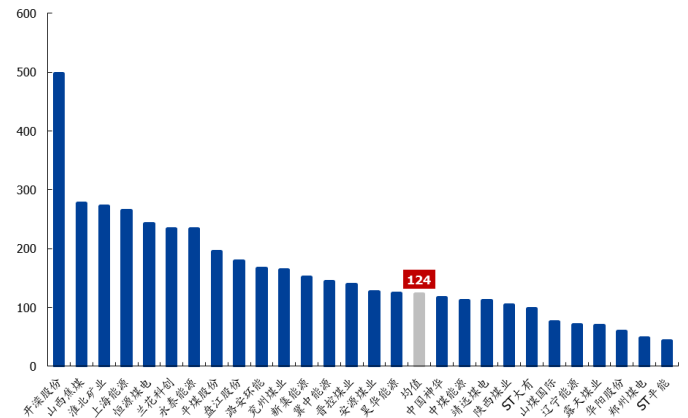
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 35: 2020 年煤企吨煤售价排行 (元/吨)



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 36: 2020 年煤企吨煤毛利排行 (元/吨)



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

3.2021 年 Q1: 单季盈利创历史新高

业绩表现方面, 2021 年 Q1, 样本煤企实现营收 2798.3 亿元, 同比增长 24.2%; 实现归母净利 299.5 亿元, 同比增长 52.8%, 营收、利润均创历史最好水平。

盈利能力方面, 2021 年 Q1, 样本煤企平均毛利率 28.0%, 同比增长 1 个百分点, 环比 2020 年 Q4 增长 4 个百分点。

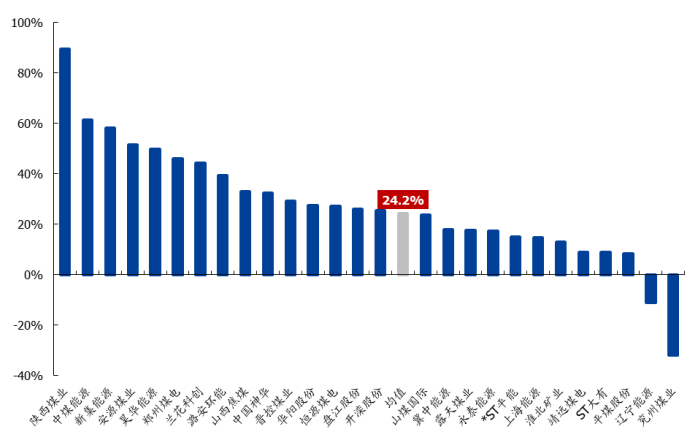
期间费用率方面, 2021 年 Q1, 样本煤企平均期间费用率 7.7%, 同比下滑 2.8 个百分点, 持续改善。

图表 37: 2021 年 Q1 煤企营收同比增长 24.2%



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 2021 年 Q1 煤企营收增速排行



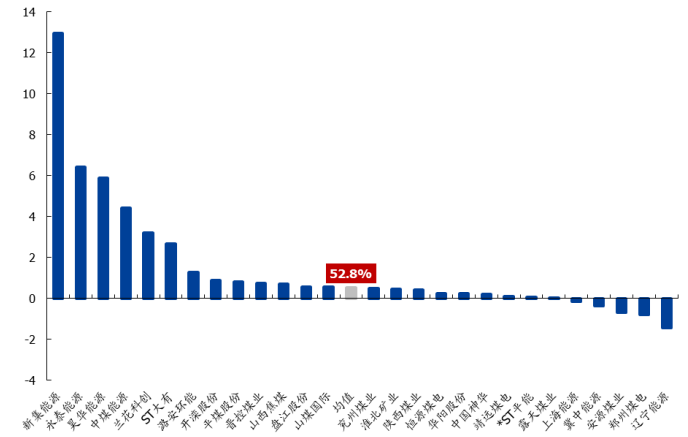
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 2021 年 Q1 煤企归母净利润同比增长 52.8%



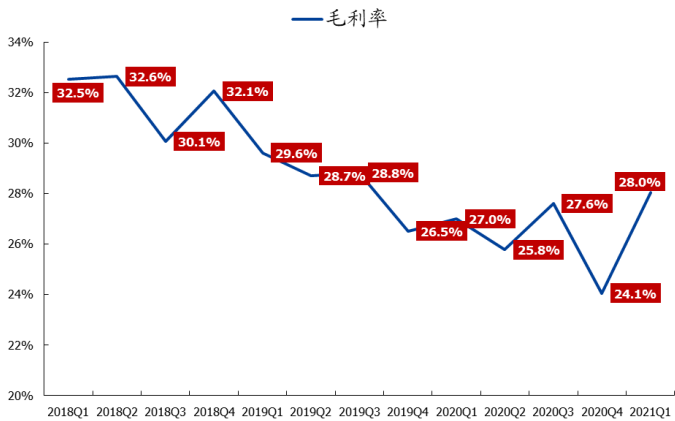
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 2021 年 Q1 煤企归母净利润增速排行



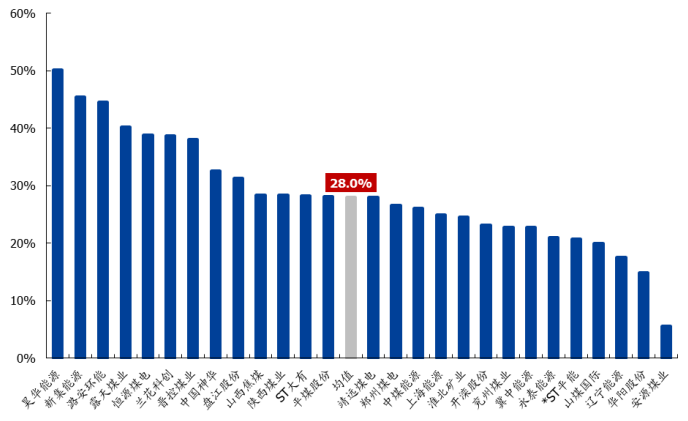
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 2021 年 Q1 煤企毛利率同比增长 1 个百分点



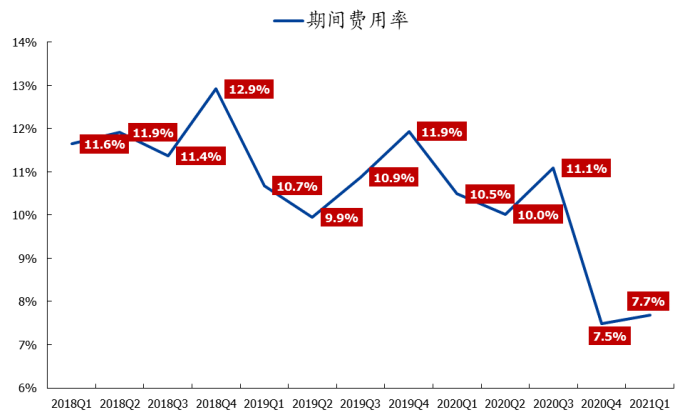
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 2021 年 Q1 煤企毛利率排行



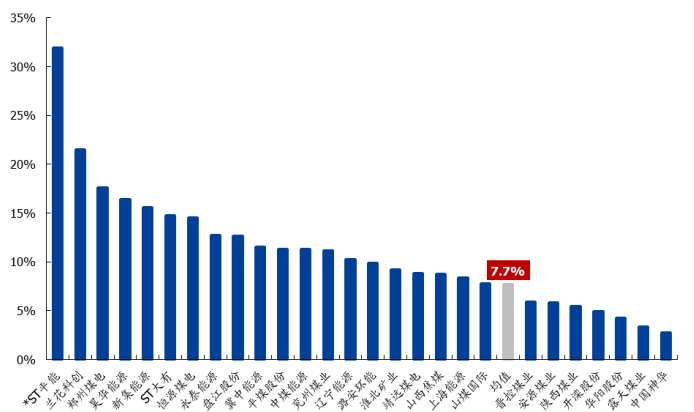
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 2021 年 Q1 煤企期间费用率同比下降 2.8 个百分点



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 2021 年 Q1 煤企期间费用率排行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.后市展望：价格上涨势头强劲，加大仓位积极布局

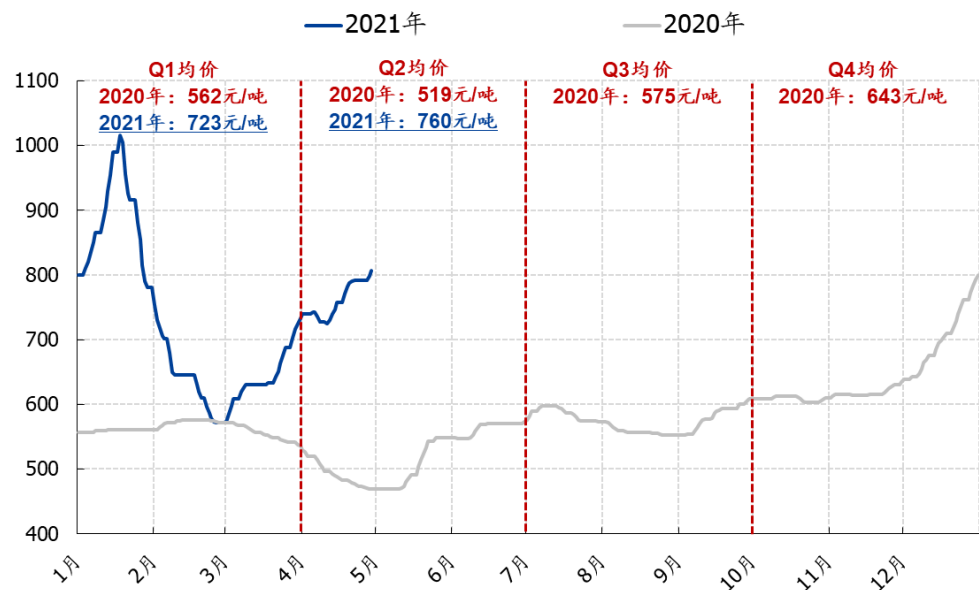
4.1.短期而言：动煤价格剑指千元，焦煤价格剑指新高

4.1.1.动力煤：价格易涨难跌，Q2剑指千元

受煤价大幅上涨影响，发改委有意“增供稳价”，但实际效果或不及预期。且考虑到当前社会库存整体偏低外加淡季补库或远不及预期，在夏季用煤高峰来临前，下游终端用户集中补库难以避免，届时有望带动煤价再次冲击千元大关。

- **理由一：安监、环保压力持续加大，煤企增产力度有限。**近期安全事故频发（贵州、新疆矿难），煤矿安全形势严峻，地方政府和煤矿势必会将安全生产放在首位，发改委亦很难协调保供与安监之间的矛盾，外加今年是建党100周年，产地后续安监力度或超市场预期。因此，即使在发改委要求“增产增供”的背景下，国内煤企产量增量空间亦有限。
- **理由二：煤炭反腐远未结束，持续压制产量。**两会期间，习主席参加内蒙代表团时指出“拿着国家资源去搞行贿受贿、去搞权钱交易，这个账总是要算的”。3月26日，内蒙古自治区党委召开常委会会议，对全区煤炭资源领域专项整治工作再强调、再部署、再推进，明确专项整治转入常态化的深化治理阶段目标不能变、标准不能降、劲头不能松、力度不能减，必须严抓实抓、一抓到底。上述言论皆表明煤炭领域反腐还远未到收官之时，后续仍将对煤炭产量（尤其内蒙地区）造成持续压制。
- **理由三：国内外价差收窄，进口煤优势削弱。**随着国际煤价和运费大幅增长，内外贸煤价差缩小，某时段部分煤种甚至出现倒挂，终端采购热情下降，导致1~3月份全国进口动力煤同比下滑28.6%。当前全球经济逐步复苏导致煤炭需求旺盛，进口煤价易涨难跌，内外贸价差缩小，进口利润低位波动，在此背景下，进口煤不但不会对国内煤价形成压制，反而在后期有望成为内贸煤价格的重要支撑。
- **理由四：库存处于低位，旺季来临前补库压力巨大。**目前动力煤社库处于历史绝对低位，即使按照去年冬季的最高产量组织煤矿生产，预计每月增产约1700万吨。但考虑到下游需求远超去年，单月实际补库力度将远低于1700万吨理论值（或仅能保证电厂不再被动去库），旺季来临前的补库压力巨大。

图表 45: 煤价走势（截至 2021 年 4 月 30 日）（元/吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

4.1.2.焦煤：供需缺口显现，价格剑指新高

今年以来，需求端随着新建焦化产能陆续投产，后期炼焦煤需求总体将会呈增长态势，且由于新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，对优质低硫主焦煤的需求更甚。而供给端，目前澳煤问题仍未解决，后期进口优质主焦煤资源面临减少；外加国内部分煤矿因安全压力将逐步关闭退出，焦煤整体供应面临较大收缩幅度，焦煤格局持续向好，焦煤价格逐步走强，剑指历史新高。

- **理由一：国内存量煤矿有效供应或逐步收缩。**由于炼焦煤矿井资源禀赋及安全条件均逊于动力煤矿井，在环保、安监常态化的背景下，国内焦煤的有效供给或逐步收缩（如山东要求2021年关闭退出3400万吨/年煤炭产能）；
- **理由二：国内焦煤新建矿井数量有限，面临后备资源不足困境。**焦煤储量仅占我国煤炭总储量的20%~25%，属稀缺资源。在约200座新建矿井中，仅9座煤矿（产能2940万吨/年）属炼焦煤矿井，其体量相对每年约12亿吨的炼焦原煤产量而言明显偏低，意味着国内炼焦煤未来增产潜力较小，面临后备资源储备不足的困境。
- **理由三：澳煤缺口难以弥补。**由于中澳地缘政治趋紧，我国目前已加强对澳煤进口限制，2021年1~2月，澳煤0通关。一方面，澳煤进口停滞将造成约3500万吨进口减量；另一方面，澳洲炼焦品质优异（低灰、低硫、高粘结），属主焦煤稀缺品种，澳煤进口停滞将加剧我国主焦煤供应紧张的局面。

图表 46: 炼焦煤供需平衡表 (万吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
国内供应							
炼焦精煤产量	44,438	44,571	45,406	48,060	48,510	48,972	48,615
yoy	-10.5%	0.3%	1.9%	5.8%	0.9%	1.0%	-0.7%
——山西 (增)	17,700	18,921	20,076	20,894	22,382	23,434	24,372
——山东	4,110	4,252	4,332	5,466	5,027	4,273	2,773
——贵州 (增)	3,749	3,861	3,539	3,132	2,540	2,693	2,773
——内蒙古 (增)	2,430	2,457	2,669	3,205	2,935	3,023	3,144
——安徽 (增)	2,490	2,480	2,608	2,858	2,972	3,172	3,472
——河南	2,676	2,628	2,610	2,506	2,359	2,264	2,128
——黑龙江	2,484	2,273	1,902	1,832	2,064	2,043	2,002
——河北	2,386	1,956	1,804	1,663	1,621	1,492	1,417
——云南 (增)	1,229	1,241	1,313	1,350	1,488	1,532	1,532
——新疆 (增)	905	955	1,089	1,643	1,798	1,887	2,001
——其他	4,279	3,547	3,464	3,511	3,325	3,158	3,001
进出口							
进口	5,923	6,935	6,490	7,466	7,256	5,130	5,850
——澳洲	2,682	3,098	2,868	3,094	3,536	0	0
——外蒙	2,356	2,627	2,768	3,377	2,377	3,500	4,000
——俄罗斯	262	462	443	544	673	800	900
——加拿大	519	425	221	301	466	530	600
——其他	104	323	191	149	205	300	350
出口	74	230	108	140	87	80	80
净进口	5,849	6,705	6,382	7,326	7,169	5,050	5,770
下游需求							
需求	53,391	51,451	51,952	55,204	55,771	58,002	58,582
yoy	1.2%	-3.6%	1.0%	6.3%	1.0%	4.0%	1.0%
——焦炭产量	44,912	43,143	43,820	47,126	47,116	49,001	49,491
——yoy	0.6%	-3.3%	0.8%	5.2%	0.0%	4.0%	1.0%
供需测算							
供需对比	-3,104	-175	-164	182	-92	-3,900	-4,117

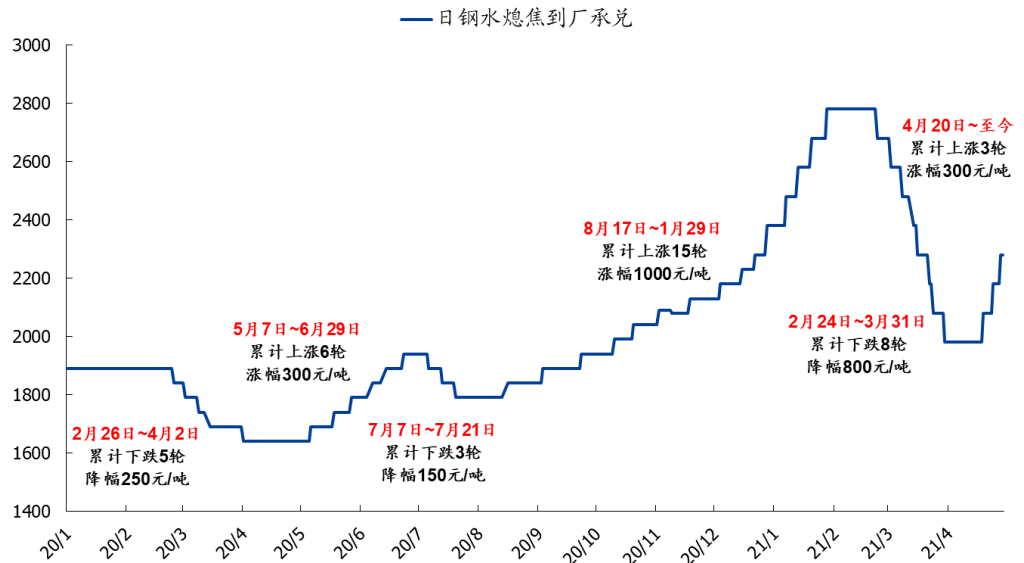
资料来源: wind, sxcoal, 国盛证券研究所

4.1.3. 焦炭：供给侧方向不变，仍旧依赖政策驱动

短期而言，近期环保督察对焦炭生产的影响持续加深，除了部分推迟关停的产能关停外，部分焦化厂被动或主动限产，个别焦炉被迫闷炉，山西、河南部分新建产能推迟投产出焦。同时，钢厂利润较好，生产积极性较高，焦炭需求呈增长态势，焦炭供需阶段性进一步趋紧。另外，随着焦煤价格走强，焦炭成本支撑亦逐步上移，预计本轮焦炭价格后续仍有 3~4 轮上涨空间。

长期而言，焦炭行业进入产能置换周期（即 4.3 米焦炉的淘汰与 5.5 米以上大型焦炉的投产），供需缺口有望保持。此外，中小产能持续清退、整合，未来伴随着焦化行业准入标准的提高，焦化企业集中度将得以提升，行业格局边际改善，议价能力增强。

图表 47: 截至 4 月 30 日，焦炭第 3 轮提涨已落地（元/吨）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2. 长期而言：产能受限、集中度提升，行业格局持续向好

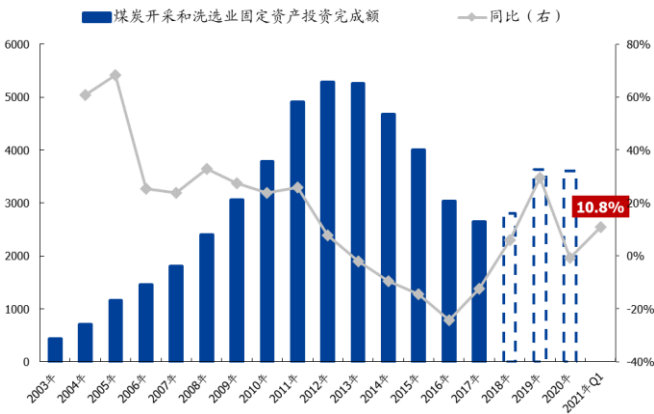
我国煤炭消费占能源消费总量的比重长期维持在 70% 以上，近年来煤炭消费比重持续下降，2018 年、2019 年分别为 59%、57.7%，2025 年预计降至 53%，但煤炭消费总量仍处于高位。“十四五”期间，煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用不会改变，在国内供应增量有限(固定资产投资难以支撑产量大幅释放+“3060”背景下各主体新建意愿较弱)、进口煤管控常态化的背景下，行业供需总体平稳，集中度有望进一步提高，在煤炭供给侧结构性改革持续深化的背景下，煤炭行业高质量发展可期。

- 一方面，固定资产投资难以支撑产量大幅释放。一般而言，考虑到煤矿 2~5 年的建设周期，产能的增长一般滞后于投资 2 年左右，所以前两年产量的增长，主要源自上一轮投资的后期项目释放、高利润带动的产能利用率提高以及违法产能的合法化。展望未来，虽然行业固定资产投资完成额增速转正，但其绝对值远低于 2012 年，且考虑到当前煤矿建设成本、安全投入远高于以前，外加目前正处煤机设备更新换代高峰（7~9 年更新周期），均意味着当前的固定资产投资难以支撑未来产能的大幅释放。
- 一方面，在“3060”背景下，金融机构信贷支持力度以及煤企主动投资意愿明显减弱。在“碳达峰、碳中和”的背景下，煤炭消费量绝对值预计将于 2025 年后迎来下滑，考虑到煤矿投资金额较大、开采年限较长（新建矿井一般在 50 年以上），未来收益

存在巨大不确定性，因此金融机构信贷支持力度以及煤企主动投资意愿将明显减弱，从而制约了产能释放。

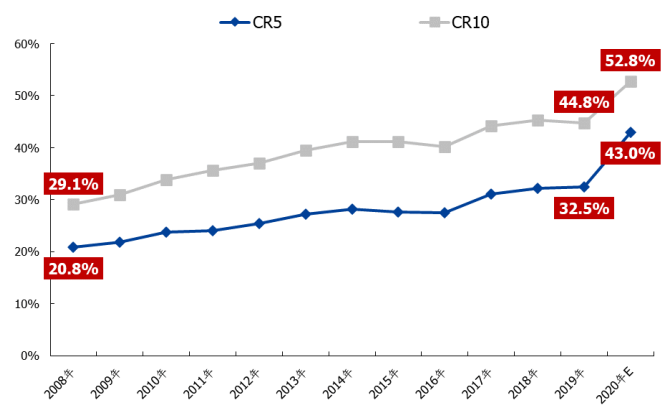
- **一方面，煤企兼并重组驶入快车道，行业集中度显著提升。**兼并重组是煤炭企业转型升级的必由之路。我国煤炭行业存在着主体分散、集中度偏低、产业布局不合理等问题，推动煤炭企业兼并重组、转型升级，是有效化解煤炭行业散、乱、弱等问题的重要举措。2020年煤炭行业兼并重组已步入快车道，前有4月山煤集团被焦煤集团吸收合并，7月兖矿集团与山东能源集团战略重组，现有山西省属五大煤企联合组建晋能控股集团。上述举动均有助于提高行业集中度，推动煤炭行业高质量发展，维持煤价平稳运行。

图表 48: 煤炭行业固定资产投资完成额增速再度转负 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 49: 煤炭行业集中度不断提高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.3. 投资策略

动力煤淡季不淡，价格远超市场预期，全年煤价中枢确定性上移，重点推荐长协占比偏低、业绩弹性大的晋控煤业、陕西煤业、兖州煤业、中煤能源以及业绩稳健、低估值高分红的中国神华。

焦煤长期向好趋势明确，供需缺口将逐步放大，重点推荐全国焦煤龙头山西焦煤，以及区域龙头淮北矿业、平煤股份、盘江股份。

焦炭供需阶段性趋紧，进入提涨周期，重点推荐金能科技、中国旭阳集团、潞安环能。

5. 风险提示

在建矿井投产进度超预期。

受矿井建设主体意愿影响，在建矿井建设进度有可能加速，导致建设周期缩短，产量释放速度超过预期。

新建矿井项目批复加速。

受发改委政策调控影响，新建矿井的项目批复速度有可能提速。

需求超预期下滑。

受宏观经济下滑影响，导致煤炭需求下滑，煤炭市场出现严重供过于求得现象，造成煤价大幅下跌。

进口煤管控放松。

取消进口煤限制，导致供给增加，煤炭行业供需失衡，煤价大幅下跌。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com