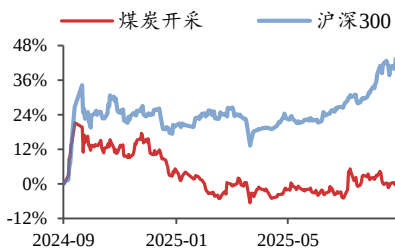


煤炭开采

2025 年 09 月 14 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 业绩环比改善，煤炭双逻辑四主线布局——行业深度报告》-2024.11.5

反内卷有望托抬煤价，煤炭核心价值将被重塑

——煤炭行业 2025 年中报综述

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● 2025H1 煤炭价格呈下跌趋势，煤价中枢整体下移

分煤种来看，2025H1 秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 676 元/吨，同比-22.8%，其中 2025Q2 动力煤价格回落明显，Q2 均价 632 元/吨，环比-12.4%；2025H1 京唐港主焦煤（山西产）均价为 1379 元/吨，同比-38.8%，其中 2025Q2 主焦煤价格回落放缓，Q2 均价 1315 元/吨，环比-8.8%。

● 2025H1 上市煤企销量下滑叠加售价回落，盈利能力下滑

2025H1 27 家上市煤企（不含山西焦煤）合计煤炭产量为 6.1 亿吨，同比+2.5%；煤炭销量为 6.5 亿吨，同比-5.4%。2025H1 28 家上市煤企合计实现营业收入 5384 亿元，同比-18.1%；合计实现归母净利润 560 亿元，同比-31.7%。2025H1 28 家上市煤企毛利率加权平均值为 28.8%，同比-2.1pct；净利率加权平均值为 13.3%，同比-2.6pct；ROE 加权平均值为 4.8%，同比-2.5pct。

● 2025Q2 煤炭价格整体环比回落，上市煤企业绩环比下降

2025Q2 秦皇岛港山西产 Q5500 平仓均价为 632 元/吨，环比-12.4%；2025Q2 京唐港主焦煤（山西产）均价为 1315 元/吨，环比-8.8%。28 家上市煤企 2025Q2 单季合计实现营业收入 2645 亿元，环比-3.4%；归母净利润 258 亿元，环比-14.4%。

● 反内卷有望托抬煤价，煤炭核心价值将被重塑

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，近期已修复到过第二目标价之上，即地方国企长协实际成交价（700 元左右）之上，现货价格修复年度长协价，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。未来我们仍旧看好动力煤现货价格修复第三目标价之上，即达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右），对于煤价本轮上涨是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元左右，可视为第四目标价。近期价格虽有调整，是因为夏季和秋季交替导致用电耗煤趋弱所致，后续金九银十非电煤有望接棒且促使价格再次上行，尤其是化工耗煤。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值约为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端“金九银十”旺季非电煤需求预期回暖，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。从中报数据看，即便在 2025 年盈利整体承压的背景下，多数煤企依然保持了较高的股息率；尽管行业利润同比大幅下滑，并未动摇煤企分红意志，仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源），合计分红规模 241.3 亿元，基本延续了 2024 年中 7 家公司分红趋势，企业分红意愿与频次实现跨越式提升。板块作为国资重地，龙头公司中国神华上半年分红比例高达 79%，示范效应显著。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

● 风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

目 录

1、 2025H1 综述：煤价中枢下移，煤企业绩同比回落.....	4
1.1、 2025H1 动力煤&炼焦煤价格呈“V”型走势.....	4
1.2、 煤价下滑致业绩走弱，2025H1 上市煤企归母净利同比回落.....	5
1.3、 煤炭供应偏紧，2025H1 上市煤企煤炭产销量同比下降.....	8
1.4、 上市煤企吨煤售价同比回落，吨煤毛利有所下降.....	9
1.5、 上市煤企期间费用率提升，管理费用涨幅较大.....	10
1.6、 2025H1 上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比回落，盈利承压.....	11
1.7、 2025H1 上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加.....	12
1.8、 资产负债率同比小幅回落，经营现金流与偿债能力小幅下降.....	13
2、 2025Q2 综述：煤价整体偏弱，煤企业绩环比回落.....	14
2.1、 2025Q2 动力煤价同环比回落，焦煤价格同比提高但环比下滑.....	14
2.2、 2025Q2 煤炭价格承压，上市煤企业绩环比回落.....	15
3、 投资策略：高股息与周期弹性兼备，煤炭核心资产有望再起.....	16
4、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 2025H1 秦港动力煤均价同比-14%.....	4
图 2： 2025Q2 秦港动力煤均价环比-5.9%.....	4
图 3： 2025H1 京唐港主焦煤价同比+1.2%.....	4
图 4： 2025Q2 京唐港主焦煤均价环比-13.3%.....	4
图 5： 2025H1 28 家上市煤企营收同比-9.2%.....	7
图 6： 2025H1 28 家上市煤企净利润同比-22.4%.....	7
图 7： 2025H1 28 家上市煤企归母净利润同比-24.5%.....	7
图 8： 2025H1 28 家上市煤企扣非后归母净利润同比-24.4%.....	7
图 9： 2025H1 27 家上市煤企（剔除神华）营收同比-11.8%.....	7
图 10： 2025H1 27 家上市煤企（剔除神华）净利润同比-27.2%.....	7
图 11： 2025H1 27 家上市煤企（剔除神华）归母净利润同比-30.3%.....	8
图 12： 2025H1 27 家上市煤企（剔除神华）扣非后归母净利润同比-30.4%.....	8
图 13： 2025Q2 秦港动力煤价格环比-5.9%.....	14
图 14： 2025Q2 京唐港主焦煤价格环比-13.3%.....	14
图 15： 2025Q2 秦港动力煤价格 848 元/吨，同比下跌 7.2%，环比下跌 5.9%.....	15
图 16： 2025Q2 京唐港主焦煤价格 2092 元/吨，同比提高 8.0%，环比下跌 13.3%.....	15
图 17： 2025Q2 晋陕蒙三省煤矿开工率环比+2.9pct.....	16
表 1： 2025H1 28 家上市公司业绩同比回落（单位：百万元）.....	5
表 2： 2025H1 28 家上市煤企扣非后归母净利润同比-24.4%（单位：百万元）.....	6
表 3： 2025H1 27 家上市公司煤炭产销量同比下降（单位：万吨）.....	8
表 4： 2025H1 27 家上市公司吨煤毛利同比下降 18.8%（单位：元/吨、pct）.....	9
表 5： 2025H1 28 家上市煤企期间费用率同比上升.....	10
表 6： 2025H1 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降（单位：pct）.....	11
表 7： 2025H1 28 家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比增加.....	12
表 8： 2025H1 28 家上市煤企资产负债率小幅下滑，经营性现金流和偿债能力小幅下降（单位：百万元）.....	13

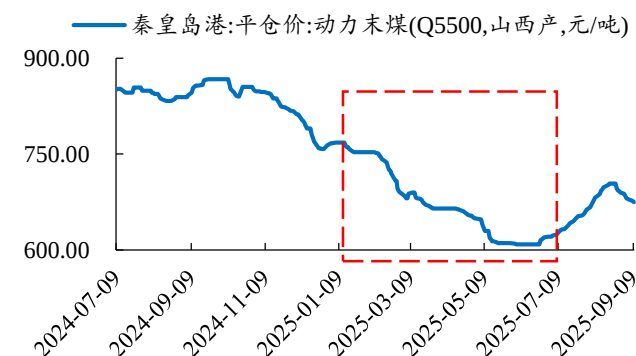
表 9： 2025Q2 单季 28 家上市煤企业绩环比回落（百万元）	15
表 10： 主要煤炭上市公司盈利与股息率测算.....	17

1、2025H1 综述：煤价中枢下移，煤企业绩同比回落

1.1、2025H1 动力煤&炼焦煤价格呈下跌趋势

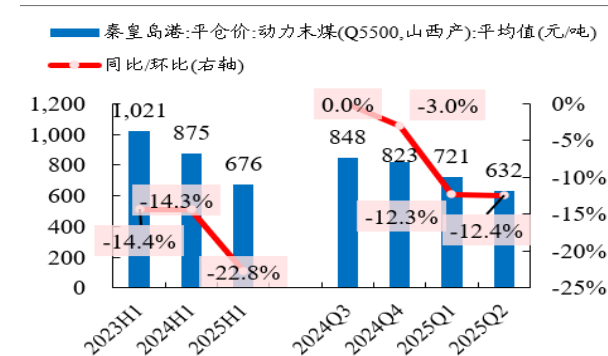
国内供给方面，2025 年一季度受春节因素影响，国内原煤产量增速放缓。二季度春节复工以来，国内产量稳步回升。据国家统计局数据，2025H1，国内原煤产量 24.1 亿吨，同比增长 6.1%，总体供应保持稳定。进口方面，受内贸煤价格中枢下移及进口关税恢复等因素影响，进口煤价格优势收窄，进口量同比有所回落。2025 年 1-7 月，全国共进口煤炭 2.6 亿吨，同比下降 13.0%。需求方面，2025 年上半年煤炭需求整体偏弱。电力需求端，在水电、新能源等清洁能源发电量显著增长的挤压下，全国规模以上火电发电量同比下降 1.3%（1-7 月数据）。非电需求端，受房地产市场持续低迷、基建项目开工进度偏慢等因素影响，钢铁、建材等行业用煤需求疲软；但化工行业开工率同比增长，2025H1 甲醇/尿素开工率平均为 80.6%/86.1%，同比 +4.0pct/4.4pct，对煤炭需求形成一定支撑，但总体来看还是进一步制约了煤炭消费的增长。总体来看，2025 年上半年国内动力煤及炼焦煤价格呈下跌趋势。分煤种来看，2025H1 秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 676 元/吨，同比-22.8%，其中 2025Q2 动力煤价格回落明显，Q2 均价 632 元/吨，环比-12.4%；2025H1 京唐港主焦煤（山西产）均价为 1379 元/吨，同比-38.8%，其中 2025Q2 主焦煤价格回落放缓，Q2 均价 1315 元/吨，环比-8.8%。

图1：2025H1 秦港动力煤均价同比-22.8%



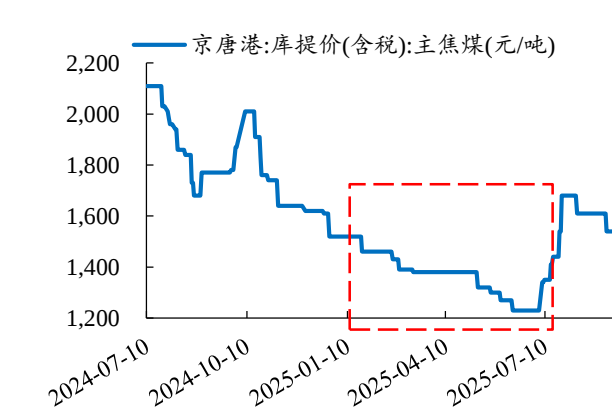
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025Q2 秦港动力煤均价环比-12.4%



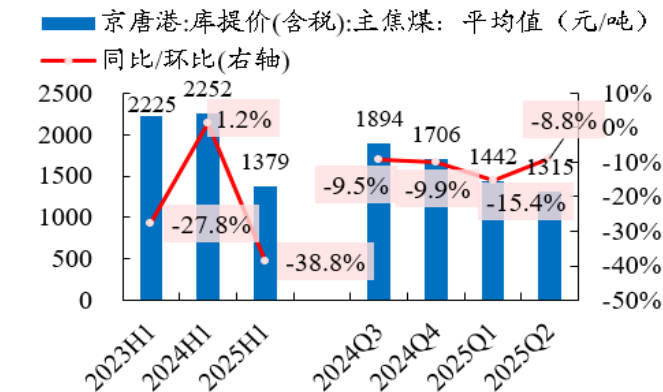
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025H1 京唐港主焦煤价同比-38.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025Q2 京唐港主焦煤均价环比-8.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、煤价下滑致业绩走弱，2025H1 上市煤企归母净利同比回落

煤价下滑致上市煤企业绩走弱。28 家煤炭上市公司（不包括山西焦化、美锦能源等焦化企业），2025H1 合计实现营业收入 5384 亿元，同比-18.1%；合计实现净利润 714 亿元，同比-31.5%；合计实现归母净利润 560 亿元，同比-31.7%。如果剔除对行业影响较大的中国神华，27 家煤炭上市公司 2025H1 合计实现营业收入 4003 亿元，同比-18.2%；净利润 418 亿元，同比-39.9%；合计实现归母净利润 314 亿元，同比-40.3%。

表1：2025H1 28 家上市公司合计业绩同比回落（单位：百万元）

公司名称	营业收入			净利润			归母净利润		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
甘肃能化	5,625	3,718	-33.9%	899	-185	-120.6%	897	-182	-120.3%
神火股份	18,221	20,428	12.1%	2,566	2,250	-12.3%	2,284	1,904	-16.6%
冀中能源	10,111	7,293	-27.9%	1,262	462	-63.4%	1,002	348	-65.2%
山西焦煤	21,570	18,053	-16.3%	2,389	1,295	-45.8%	1,966	1,014	-48.4%
电投能源	14,127	14,464	2.4%	3,426	3,298	-3.7%	2,944	2,787	-5.4%
郑州煤电	2,162	1,838	-15.0%	64	-149	-333.7%	10	-224	-2256.7%
兰花科创	5,477	4,050	-26.1%	489	-52	-110.7%	552	57	-89.6%
永泰能源	14,512	10,676	-26.4%	1,456	258	-82.3%	1,189	126	-89.4%
兖矿能源	72,312	59,349	-17.9%	10,895	6,808	-37.5%	7,568	4,652	-38.5%
华阳股份	12,199	11,240	-7.9%	1,419	950	-33.1%	1,299	783	-39.7%
盘江股份	4,046	5,152	27.3%	63	-23	-136.1%	37	-5	-113.7%
安源煤业	2,661	1,722	-35.3%	-105	-289	-	-105	-290	-
大有能源	2,600	1,920	-26.1%	-490	-872	-	-490	-851	-
上海能源	4,854	3,498	-27.9%	433	176	-59.4%	472	205	-56.4%
山煤国际	14,057	9,660	-31.3%	1,776	924	-48.0%	1,291	655	-49.3%
恒源煤电	3,893	2,377	-38.9%	760	-133	-117.6%	758	-129	-117.0%
开滦股份	10,656	8,823	-17.2%	264	370	40.0%	482	361	-25.1%
晋控煤业	7,379	5,965	-19.2%	1,982	1,172	-40.9%	1,436	876	-39.0%
中国神华	168,078	138,109	-17.8%	34,621	29,628	-14.4%	29,504	24,641	-16.5%
昊华能源	4,735	4,395	-7.2%	1,246	539	-56.8%	859	448	-47.8%
陕西煤业	84,737	77,983	-8.0%	17,706	12,507	-29.4%	10,556	7,638	-27.6%
平煤股份	16,254	10,120	-37.7%	1,508	218	-85.5%	1,393	258	-81.5%
潞安环能	17,654	14,069	-20.3%	2,689	1,055	-60.8%	2,227	1,348	-39.4%
中煤能源	92,984	74,436	-19.9%	12,801	9,420	-26.4%	9,788	7,705	-21.3%
新大洲 A	404	252	-37.7%	-16	-96	-	-27	-78	-
辽宁能源	2,657	2,410	-9.3%	11	14	25.7%	12	14	23.5%
淮北矿业	37,236	20,612	-44.6%	2,771	863	-68.9%	2,935	1,032	-64.9%
新集能源	5,985	5,811	-2.9%	1,290	1,002	-22.3%	1,176	920	-21.7%
合计	657,185	538,422	-18.1%	104,174	71,408	-31.5%	82,015	56,013	-31.7%
合计（剔除神华）	489,107	400,313	-18.2%	69,553	41,780	-39.9%	52,511	31,372	-40.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比变动，以“—”代替。

2025H1 上市煤企扣非后归母净利润同比减少 33.3%。28 家上市煤企 2025H1 实现扣非后归母净利润 545 亿元，同比-33.3%；非经常性损益 14.9 亿元，同比+471.6%。2025H1 神火股份非经常性损益为-1.06 亿元，同比减少 2.33 亿元，主要由于子公司神火国贸的诉讼和解损失以及罚款和滞纳金支出所致；兰花科创非经常性损益为 2.28 亿元，同比增加 2.30 亿元，主要由于收到退回的收购全资子公司长期股权投资款所致；中国神华非经常性损益为 3.29 亿元，同比+1330.4%，主要为控股子公司四川能源转让其持有的国能(绵竹)水电有限公司股权产生的收益所致；陕西煤业非经常性损益为 4.2 亿元，同比增加 10.4 亿元，主要是由于金融资产公允价值变动收益、企业合并收益以及应收款项减值转回等因素共同推动。

表2：2025H1 28 家上市煤企扣非后归母净利润同比-33.3%（单位：百万元）

公司 名称	扣非后归母净利润			非经常性损益		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
甘肃能化	848	-216	-125.5%	49.5	34.2	-30.9%
神火股份	2,157	2,010	-6.8%	127.5	-105.6	-182.8%
冀中能源	1,000	327	-67.3%	1.9	21.0	1015.6%
山西焦煤	1,880	1,027	-45.4%	86.4	-12.9	-114.9%
电投能源	2,879	2,724	-5.4%	65.1	62.4	-4.2%
郑州煤电	13	-232	-1884.4%	-2.6	7.9	-
兰花科创	554	-170	-130.8%	-2.5	227.9	-
永泰能源	1,112	100	-91.0%	77.5	26.2	-66.1%
兖矿能源	7,298	4,430	-39.3%	269.9	222.4	-17.6%
华阳股份	1,215	824	-32.2%	83.7	-41.5	-149.6%
盘江股份	-46	-18	-	82.8	13.3	-84.0%
安源煤业	-98	-293	-	-6.7	2.8	-
大有能源	-486	-868	-	-4.0	16.6	-
上海能源	470	199	-57.6%	1.6	6.2	285.2%
山煤国际	1,380	682	-50.6%	-89.1	-27.1	-
恒源煤电	770	-142	-118.4%	-11.2	12.5	-
开滦股份	468	355	-24.2%	14.4	6.2	-56.9%
晋控煤业	1,424	868	-39.0%	12.3	7.7	-37.2%
中国神华	29,481	24,312	-17.5%	23.0	329.0	1330.4%
昊华能源	871	450	-48.4%	-11.9	-1.4	-
陕西煤业	11,182	7,223	-35.4%	-626.2	415.6	-
平煤股份	1,408	283	-79.9%	-15.8	-25.1	-
潞安环能	2,249	1,147	-49.0%	-22.4	201.4	-
中煤能源	9,656	7,653	-20.7%	131.8	51.5	-61.0%
新大洲 A	-19	-70	-	-7.6	-7.7	-
辽宁能源	65	16	-75.6%	-53.4	-1.6	-
淮北矿业	2,887	973	-66.3%	48.1	58.3	21.2%
新集能源	1,138	935	-17.9%	37.9	-14.2	-137.5%
合计	81,755	54,527	-33.3%	260	1,486	471.6%
合计（剔除中国神华）	52,274	30,215	-42.2%	237.0	1,157	388.2%

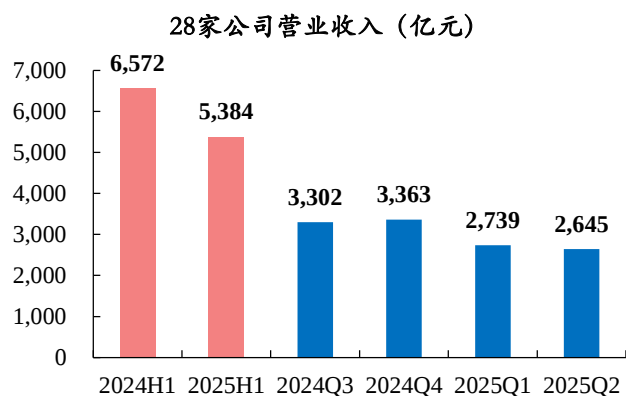
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比变动，以“—”代替。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

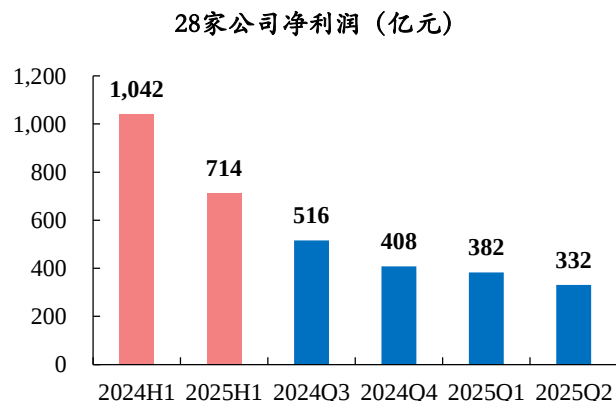
6 / 20

图5：2025H1 28 家上市煤企营收同比-18.1%



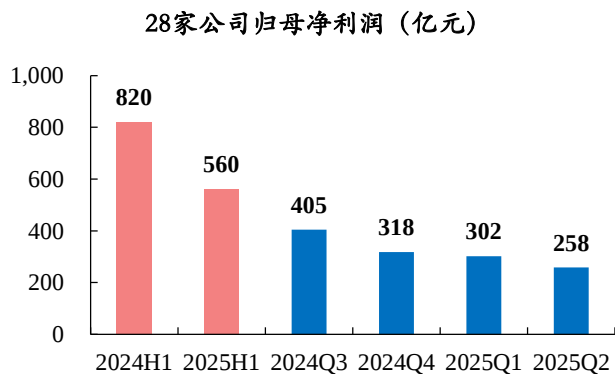
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025H1 28 家上市煤企净利润同比-31.5%



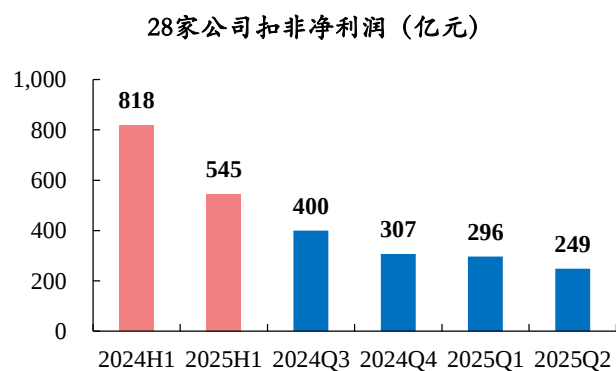
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025H1 28 家上市煤企归母净利润同比-31.7%



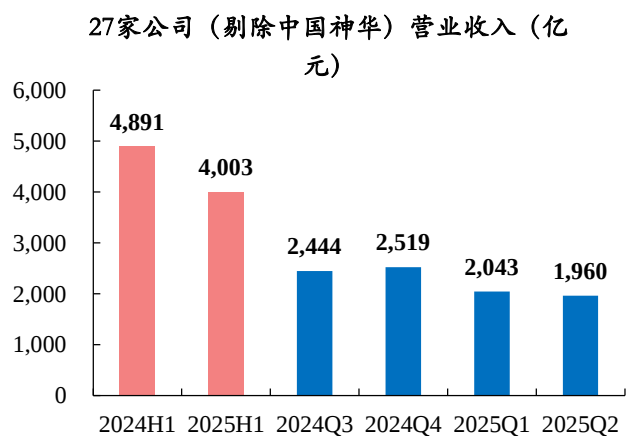
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025H1 28 家上市煤企扣非后归母净利润同比-33.3%



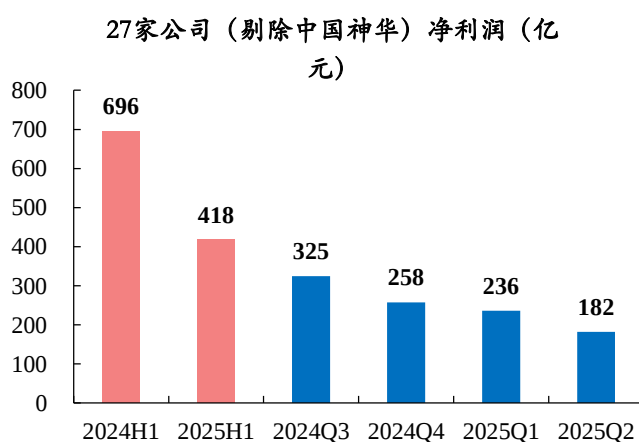
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025H1 27 家上市煤企（剔除神华）营收同比-18.2%



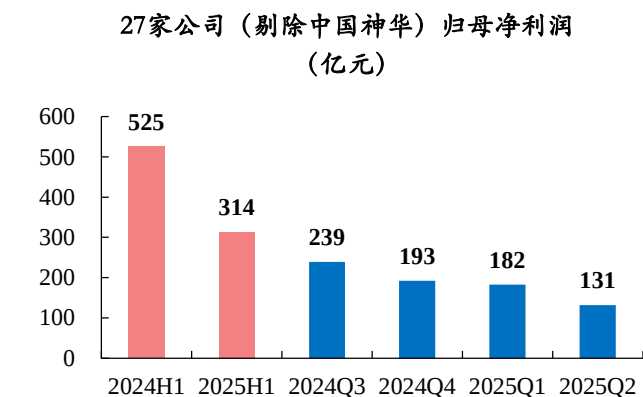
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025H1 27 家上市煤企（剔除神华）净利润同比-39.9%



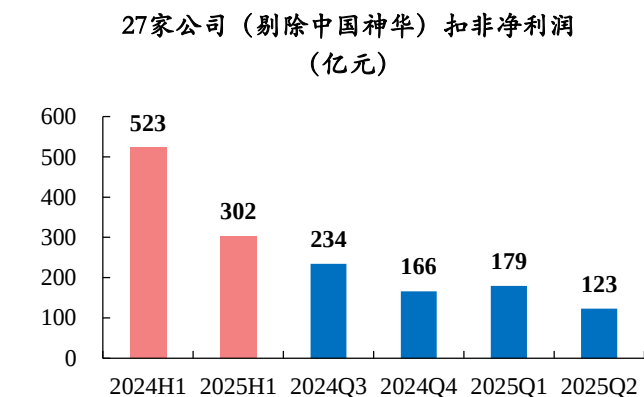
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 2025H1 27 家上市煤企（剔除神华）归母净利润同比-40.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2025H1 27 家上市煤企（剔除神华）扣非后归母净利润同比-42.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、2025H1 上市煤企煤炭产量同比上升，销量同比下降

2025H1 上市煤企煤炭产量同比上升，销量同比下降。从 27 家（山西焦煤未披露）上市煤企来看，2025H1 合计煤炭产量为 6.1 亿吨，同比+2.5%；煤炭销量为 6.5 亿吨，同比-5.4%。剔除中国神华，26 家上市煤企 2025H1 煤炭产量为 4.5 亿吨，同比+2.9%；煤炭销量为 4.4 亿吨，同比-2.7%。

表3: 2025H1 27 家上市公司煤炭产量合计同比上升、销量合计同比下降（单位：万吨）

公司 名称	产量			销量		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
甘肃能化	867	1,032	-16.0%	663	857	-22.7%
神火股份	371	323	14.9%	373	315	18.3%
冀中能源	1,315	1,354	-2.9%	1,150	1,240	-7.2%
电投能源	2,263	2,267	-0.2%	2,177	2,222	-2.0%
郑州煤电	368	345	6.7%	367	344	6.7%
兰花科创	758	706	7.4%	604	576	4.9%
永泰能源	691	598	15.6%	689	592	16.3%
兖矿能源	7,360	6,908	6.5%	6,456	6,788	-4.9%
华阳股份	2,076	1,866	11.3%	1,928	1,710	12.7%
盘江股份	515	447	15.3%	395	407	-3.1%
安源煤业	66	86	-22.4%	49	67	-27.7%
大有能源	521	473	10.2%	508	463	9.7%
上海能源	384	430	-10.8%	237	260	-8.8%
山煤国际	1,782	1,538	15.9%	1,035	1,192	-13.2%
恒源煤电	355	385	-7.7%	338	388	-13.0%
开滦股份	300	294	1.8%	210	222	-5.6%
晋控煤业	1,722	1,693	1.7%	1,329	1,445	-8.0%
中国神华	16,540	16,320	1.3%	20,490	22,970	-10.8%
昊华能源	976	950	2.7%	971	950	2.2%

公司 名称	产量			销量		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
陕西煤业	8,740	8,641	1.1%	12,599	13,155	-4.2%
平煤股份	1,453	1,421	2.3%	1,174	1,349	-13.0%
潞安环能	2,863	2,767	3.5%	2,525	2,455	2.9%
中煤能源	6,734	6,650	1.3%	6,711	6,619	1.4%
新大洲 A	132	127	3.7%	85	119	-28.5%
辽宁能源	300	281	6.6%	292	259	12.5%
淮北矿业	891	1,032	-13.7%	648	803	-19.4%
新集能源	1,120	1,038	7.9%	943	910	3.6%
合计	61,461	59,971	2.5%	64,945	68,678	-5.4%
合计（剔除中国神华）	44,921	43,651	2.9%	44,455	45,708	-2.7%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：山西焦煤未披露煤炭经营数据

1.4、上市煤企吨煤售价同比回落，吨煤毛利有所下降

吨煤售价回落致吨煤毛利下降。2025H1 27 家上市煤企煤炭平均销售价格（不含税，包含贸易煤，下同）为 504 元/吨，同比-17.2%；27 家上市煤企煤炭平均销售成本为 309 元/吨，同比-10.8%；吨煤毛利 194 元/吨，同比-25.7%；毛利率为 39%，同比-4.4 pct。剔除中国神华后，26 家上市煤企煤炭平均销售价格（不含税，包含贸易煤，下同）为 502 元/吨，同比-19.0%；26 家上市煤企煤炭平均销售成本为 291 元/吨，同比-6.1%；吨煤毛利 211 元/吨，同比-31.9%；毛利率为 42%，同比-8.0 pct。

表4：2025H1 27 家上市公司吨煤毛利同比下降 25.7%（单位：元/吨、pct）

公司 名称	吨煤价格（不含税）		吨煤成本		吨煤毛利		毛利率	
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025H1	同比	2025H1	同比 (pct)
甘肃能化	318	-36.4%	257	-12.5%	61	-70.5%	19%	-22.1
神火股份	773	-30.6%	682	-13.1%	91	-72.2%	12%	-17.7
冀中能源	497	-21.6%	303	-10.0%	194	-34.7%	39%	-7.8
电投能源	201	-3.0%	93	8.6%	108	-11.2%	54%	-4.9
郑州煤电	443	-19.0%	375	-6.2%	68	-53.8%	15%	-11.5
兰花科创	486	-23.7%	338	-4.7%	148	-47.5%	30%	-13.9
永泰能源	368	-59.2%	282	-39.5%	86	-80.2%	23%	-24.9
兖矿能源	534	-23.4%	58	-7.8%	476	-25.0%	89%	-1.8
华阳股份	461	-19.5%	289	-18.3%	172	-21.3%	37%	-0.9
盘江股份	649	-22.3%	513	-20.3%	136	-29.2%	21%	-2.0
安源煤业	636	-28.1%	950	12.1%	-314	-929.9%	-49%	-53.6
大有能源	343	-30.0%	371	-4.9%	-28	-128.3%	-8%	-28.5
上海能源	833	-33.2%	653	-20.7%	180	-57.4%	22%	-12.3
山煤国际	556	-18.9%	275	-10.4%	281	-25.8%	51%	-4.7
恒源煤电	662	-30.6%	567	1.6%	95	-76.1%	14%	-27.2
开滦股份	881	-21.9%	488	-6.2%	393	-35.3%	45%	-9.2
晋控煤业	422	-14.8%	261	-2.9%	161	-29.0%	38%	-7.6
中国神华	507	-13.4%	348	-17.0%	159	-4.5%	31%	2.9

公司 名称	吨煤价格（不含税）		吨煤成本		吨煤毛利		毛利率	
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025H1	同比	2025H1	同比 (pct)
昊华能源	362	-17.0%	226	15.4%	137	-43.3%	38%	-17.5
陕西煤业	543	-7.8%	388	4.7%	154	-29.0%	28%	-8.5
平煤股份	768	-29.4%	619	-19.7%	149	-53.0%	19%	-9.7
潞安环能	516	-24.4%	318	-14.4%	198	-36.3%	38%	-7.2
中煤能源	470	-19.5%	263	-10.2%	207	-28.8%	44%	-5.8
新大洲 A	283	-12.2%	203	1.5%	80	-34.6%	28%	-9.7
辽宁能源	529	-20.9%	416	-15.1%	113	-36.8%	21%	-5.4
淮北矿业	835	-27.1%	469	-17.0%	366	-36.9%	44%	-6.8
新集能源	529	-6.3%	327	-3.5%	201	-10.6%	38%	-1.8
平均价格	504	-17.2%	309	-10.8%	194	-25.7%	39%	-4.4
平均价格（剔除中国神华）	502	-19.0%	291	-6.1%	211	-31.9%	42%	-8.0

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：山西焦煤未披露煤炭经营数据

1.5、上市煤企期间费用总额同比下降，管理费用降幅显著

从绝对值来看，2025H1 28 家上市煤企期间费用为 381.7 亿元，同比-5.5%，其中销售费用 44.6 亿元，同比-1.1%；管理费用 260.0 亿元，同比-8.1%；财务费用 77.4 亿元，同比+1.3%。从相对值来看，2025H1 28 家上市煤企期间费用率为 7.0%，同比+0.9pct，其中销售费用率 0.8%，同比+0.14pct；管理费用率 4.8%，同比+0.5pct；财务费用率 1.4%，同比+0.3pct。

表5：2025H1 28 家上市煤企期间费用率同比上升

公司 名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2025H1	同比(pct)	2025H1	同比(pct)	2025H1	同比(pct)	2025H1	同比(pct)
甘肃能化	15.2%	2.7	1.4%	0.4	12.6%	2.2	1.2%	0.1
神火股份	4.8%	-1.3	0.5%	(0.3)	3.5%	(0.9)	0.8%	-0.1
冀中能源	17.8%	1.5	1.0%	0.3	12.4%	0.0	4.4%	1.2
山西焦煤	14.5%	2.4	0.9%	0.3	11.0%	1.0	2.6%	1.1
电投能源	3.1%	-0.5	0.2%	0.0	2.3%	-0.2	0.6%	-0.2
郑州煤电	19.8%	1.8	1.9%	0.3	12.5%	0.7	5.4%	0.8
兰花科创	16.6%	4.6	1.1%	0.2	12.8%	3.6	2.7%	0.8
永泰能源	14.2%	3.0	0.3%	-0.1	5.3%	1.4	8.6%	1.7
兖矿能源	13.8%	1.7	3.2%	0.5	7.4%	0.6	3.2%	0.6
华阳股份	11.7%	2.2	0.6%	0.2	8.7%	1.6	2.4%	0.4
盘江股份	18.6%	-4.3	0.2%	-0.1	12.9%	-6.3	5.5%	2.1
安源煤业	10.2%	3.0	1.1%	0.4	4.6%	1.3	4.5%	1.3
大有能源	32.2%	8.9	3.0%	0.8	21.5%	4.8	7.8%	3.3
上海能源	6.4%	-1.8	0.4%	0.0	5.2%	-2.0	0.8%	0.1
山煤国际	11.1%	2.1	1.6%	-0.1	8.5%	2.1	1.0%	0.1
恒源煤电	23.6%	7.1	1.3%	0.6	20.9%	5.3	1.4%	1.1
开滦股份	7.9%	0.6	0.9%	-0.1	6.1%	0.6	0.9%	0.0
晋控煤业	3.9%	-0.3	1.2%	0.5	3.0%	-0.3	-0.3%	-0.6

公司 名称	期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2025H1	同比(pct)	2025H1	同比(pct)	2025H1	同比(pct)	2025H1	同比(pct)
中国神华	4.6%	1.0	0.2%	0.1	4.2%	0.9	0.1%	0.1
昊华能源	11.0%	-0.2	1.9%	0.2	6.1%	-0.3	3.0%	-0.2
陕西煤业	4.6%	0.0	0.5%	0.1	4.1%	-0.3	0.1%	0.2
平煤股份	12.2%	1.6	1.0%	0.4	5.8%	-0.1	5.4%	1.3
潞安环能	14.0%	2.9	0.4%	0.1	12.9%	2.4	0.8%	0.4
中煤能源	5.4%	0.7	0.6%	0.2	3.4%	0.5	1.4%	0.0
新大洲 A	43.9%	14.8	3.0%	1.1	28.2%	4.9	12.6%	8.9
辽宁能源	10.5%	-0.3	0.8%	0.1	7.4%	-0.1	2.3%	-0.2
淮北矿业	13.1%	4.6	0.5%	0.2	11.4%	4.0	1.1%	0.4
新集能源	10.9%	0.3	0.4%	0.0	6.3%	0.4	4.2%	-0.1
平均费用率	7.0%	0.9	0.8%	0.14	4.8%	0.5	1.4%	0.3
平均费用率（剔除中国神华）	8.0%	0.9	1.0%	0.17	5.1%	0.4	1.9%	0.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6、2025H1 上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比回落，盈利承压

2025H1 上市煤企毛利率、净利率、ROE 同比均有所下降。从销售毛利率来看，28 家上市煤企 2025H1 加权平均值 28.8%，同比-2.1pct；从销售净利率来看，28 家上市煤企 2025H1 加权平均值为 13.3%，同比-2.6pct；从 ROE 来看，28 家上市煤企 2025H1 加权平均值为 4.8%，同比-2.5pct。

表6：2025H1 28 家上市公司毛利率、净利率、ROE 同比下降（单位：pct）

公司 名称	毛利率			净利率			ROE		
	2024H1	2025H1	同比(pct)	2024H1	2025H1	同比(pct)	2024H1	2025H1	同比(pct)
甘肃能化	33.8%	16.4%	-17.38	16.0%	-5.0%	-20.95	5.5%	-1.1%	-6.54
神火股份	24.5%	19.9%	-4.57	14.1%	11.0%	-3.06	11.4%	8.7%	-2.71
冀中能源	37.5%	30.2%	-7.29	12.5%	6.3%	-6.15	4.6%	1.7%	-2.81
山西焦煤	31.2%	30.0%	-1.22	11.1%	7.2%	-3.91	5.1%	2.8%	-2.27
电投能源	37.9%	35.5%	-2.46	24.2%	22.8%	-1.45	9.3%	7.9%	-1.37
郑州煤电	25.9%	16.4%	-9.53	2.9%	-8.1%	-11.06	0.6%	-12.6%	-13.23
兰花科创	32.0%	19.9%	-12.09	8.9%	-1.3%	-10.23	3.4%	0.4%	-3.01
永泰能源	27.6%	21.0%	-6.59	10.0%	2.4%	-7.62	2.5%	0.3%	-2.28
兖矿能源	32.9%	29.7%	-3.24	15.1%	11.5%	-3.60	10.2%	5.6%	-4.62
华阳股份	32.0%	33.2%	1.20	11.6%	8.4%	-3.19	4.5%	2.4%	-2.15
盘江股份	26.3%	21.8%	-4.48	1.6%	-0.4%	-2.00	0.3%	0.0%	-0.38
安源煤业	4.7%	-4.1%	-8.84	-3.9%	-16.8%	-12.84	-23.7%	-318.8%	-295.02
大有能源	14.4%	-2.9%	-17.26	-18.9%	-45.4%	-26.57	-7.5%	-16.2%	-8.68
上海能源	24.4%	16.1%	-8.32	8.9%	5.0%	-3.89	3.7%	1.6%	-2.10
山煤国际	33.9%	31.5%	-2.43	12.6%	9.6%	-3.07	8.2%	4.0%	-4.16
恒源煤电	42.0%	19.1%	-22.97	19.5%	-5.6%	-25.12	6.1%	-1.1%	-7.13
开滦股份	13.2%	14.6%	1.37	2.5%	4.2%	1.71	3.4%	2.5%	-0.87
晋控煤业	45.0%	37.7%	-7.30	26.9%	19.6%	-7.21	8.4%	4.8%	-3.65

公司 名称	毛利率			净利率			ROE		
	2024H1	2025H1	同比(pct)	2024H1	2025H1	同比(pct)	2024H1	2025H1	同比(pct)
中国神华	32.9%	35.7%	2.81	20.6%	21.5%	0.85	7.3%	5.9%	-1.37
昊华能源	50.7%	33.3%	-17.47	26.3%	12.3%	-14.06	7.5%	3.8%	-3.75
陕西煤业	35.3%	28.1%	-7.16	20.9%	16.0%	-4.86	11.9%	8.5%	-3.35
平煤股份	26.3%	18.4%	-7.91	9.3%	2.2%	-7.12	5.2%	1.0%	-4.22
潞安环能	42.6%	36.0%	-6.61	15.2%	7.5%	-7.74	4.7%	2.9%	-1.81
中煤能源	26.0%	24.6%	-1.40	13.8%	12.7%	-1.11	6.7%	5.0%	-1.70
新大洲 A	40.6%	30.8%	-9.88	-4.0%	-38.0%	-33.97	-7.4%	-39.2%	-31.76
辽宁能源	18.1%	15.4%	-2.75	0.4%	0.6%	0.16	0.2%	0.3%	0.04
淮北矿业	18.0%	19.0%	0.99	7.4%	4.2%	-3.26	7.5%	2.5%	-5.08
新集能源	41.7%	38.3%	-3.38	21.6%	17.3%	-4.30	8.4%	5.8%	-2.67
加权平均	31.0%	28.8%	-2.1	15.9%	13.3%	-2.6	7.3%	4.8%	-2.5
加权平均 (剔除中国神华)	30.3%	26.5%	-3.9	14.2%	10.4%	-3.8	7.0%	4.1%	-3.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.7、2025H1 上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加

2025H1 上市煤企应收账款周转天数、存货周转天数同比增加。应收账款方面，2025H1 28 家上市煤企应收账款周转天数平均为 29.9 天，同比+21.6%；平均存货周转天数 29.7 天，同比+29.9%，2025H1 煤炭上市企业资金周转效率较 2024 年 H1 略有下降。

表7：2025H1 28 家上市公司应收账款周转天数、存货周转天数同比增加

公司 名称	应收账款周转天数（天）			存货周转天数（天）		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
甘肃能化	30.9	41.3	33.7%	59.3	78.7	32.7%
神火股份	8.8	8.9	1.0%	40.1	37.1	-7.5%
冀中能源	51.6	78.3	51.9%	37.0	60.1	62.5%
山西焦煤	20.0	17.9	-10.6%	26.0	33.9	30.3%
电投能源	27.6	28.9	5.0%	37.7	35.2	-6.7%
郑州煤电	93.4	111.3	19.2%	14.8	10.2	-31.0%
兰花科创	4.5	6.8	52.1%	37.4	41.9	12.0%
永泰能源	40.7	55.6	36.7%	14.3	17.1	19.3%
兖矿能源	15.9	26.6	67.2%	29.1	34.7	19.2%
华阳股份	29.0	31.9	10.1%	17.6	23.3	32.6%
盘江股份	21.2	31.3	47.8%	20.1	36.6	82.0%
安源煤业	54.9	32.8	-40.3%	4.7	5.2	11.7%
大有能源	57.7	64.1	11.1%	15.5	19.3	24.8%
上海能源	14.5	19.8	36.4%	16.1	20.5	27.3%
山煤国际	5.3	7.9	48.9%	13.0	25.5	97.2%
恒源煤电	4.6	10.2	122.1%	26.7	24.9	-6.8%
开滦股份	16.3	16.8	2.6%	21.5	28.8	33.9%

公司 名称	应收账款周转天数（天）			存货周转天数（天）		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
晋控煤业	13.6	18.4	35.1%	17.8	24.9	39.5%
中国神华	13.1	16.7	27.4%	21.3	26.1	22.1%
昊华能源	0.9	2.6	173.7%	11.2	12.7	13.6%
陕西煤业	6.4	11.2	73.6%	13.2	17.8	35.5%
平煤股份	38.1	44.6	17.0%	7.3	19.5	167.2%
潞安环能	36.3	53.0	46.1%	20.5	16.0	-22.3%
中煤能源	15.4	21.3	38.2%	29.0	32.9	13.4%
新大洲 A	0.5	0.5	11.3%	38.0	69.1	82.0%
辽宁能源	31.0	27.5	-11.3%	10.6	21.6	104.1%
淮北矿业	13.1	19.6	50.2%	20.8	35.2	69.1%
新集能源	23.9	32.3	35.3%	18.5	21.5	16.3%
算数平均	24.6	29.9	21.6%	22.8	29.7	29.9%
算术平均（剔除中国神华）	25.0	30.4	21.5%	22.9	29.8	30.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.8、资产负债率同比小幅上涨，经营现金流与偿债能力小幅下降

2025H1 上市煤企资产负债率同比小幅上涨，经营现金流与偿债能力小幅下降。2025H1 28 家上市煤企经营性现金流合计为 1013 亿元，同比减少 382 亿元，降幅为 27.4%；资产负债率平均为 46.8%，同比+1.0pct；现金流动负债比率 13.2%，同比-6.3pct。剔除中国神华，27 家上市煤企经营性现金流为 555 亿元，同比减少 314 亿元，降幅为 36.1%；资产负债率平均为 52.0%，同比+0.8pct；现金流动负债比率为 9.0%，同比-6.1pct。综合来看，2025H1 上市煤企资产负债率同比小幅上涨，经营性现金流较 2024H1 降幅较大，导致 28 家上市煤企现金流动负债比率同比下降。

表8：2025H1 28 家上市煤企资产负债率小幅下滑，经营性现金流和偿债能力小幅下降（单位：百万元）

公司 名称	经营性现金流			资产负债率			现金流动负债比率		
	2024H1	2025H1	同比（%）	2024H1	2025H1	同比（pct）	2024H1	2025H1	同比（pct）
甘肃能化	304	-789	-359.6%	44.5%	48.3%	3.8	5.5%	-13.0%	-18.6
神火股份	4,069	4,437	9.0%	57.7%	53.8%	-3.9	15.9%	16.9%	1.0
冀中能源	1,138	595	-47.7%	53.1%	59.7%	6.5	5.3%	3.0%	-2.3
山西焦煤	1,860	3,327	78.9%	45.4%	56.6%	11.2	8.2%	14.2%	6.0
电投能源	3,927	3,843	-2.1%	28.8%	27.3%	-1.5	63.4%	53.1%	-10.3
郑州煤电	211	61	-71.2%	78.9%	78.3%	-0.6	2.1%	0.6%	-1.5
兰花科创	631	-460	-173.0%	48.9%	57.1%	8.3	7.0%	-4.4%	-11.4
永泰能源	3,037	2,726	-10.2%	51.3%	51.6%	0.3	13.8%	10.3%	-3.5
兖矿能源	12,620	13,564	7.5%	65.6%	63.7%	-1.9	11.3%	9.9%	-1.4
华阳股份	140	52	-63.0%	53.7%	53.8%	0.1	0.6%	0.3%	-0.3
盘江股份	108	308	184.6%	69.6%	74.9%	5.3	0.9%	2.2%	1.3
安源煤业	26	-30	-217.1%	96.1%	102.8%	6.7	0.4%	-0.6%	-1.0
大有能源	490	102	-79.2%	68.3%	73.0%	4.7	4.0%	0.8%	-3.2
上海能源	465	171	-63.2%	35.9%	34.1%	-1.7	13.9%	6.1%	-7.8

公司 名称	经营性现金流			资产负债率			现金流动负债比率		
	2024H1	2025H1	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (pct)	2024H1	2025H1	同比 (pct)
山煤国际	2,381	-469	-119.7%	51.6%	52.0%	0.4	21.1%	-5.0%	-26.2
恒源煤电	962	-229	-123.8%	40.0%	38.6%	-1.4	16.1%	-4.8%	-20.9
开滦股份	199	-304	-253.2%	45.0%	42.7%	-2.3	2.2%	-3.2%	-5.4
晋控煤业	2,530	657	-74.0%	33.5%	26.2%	-7.2	25.8%	9.1%	-16.8
中国神华	52,668	45,794	-13.1%	29.8%	31.1%	1.3	37.2%	30.4%	-6.8
昊华能源	2,497	1,052	-57.9%	48.7%	47.6%	-1.1	45.7%	20.6%	-25.1
陕西煤业	19,967	15,815	-20.8%	35.4%	42.9%	7.4	47.3%	29.1%	-18.2
平煤股份	4,693	404	-91.4%	60.3%	63.6%	3.3	17.0%	1.1%	-15.9
潞安环能	2,854	-861	-130.2%	40.8%	39.4%	-1.4	11.1%	-3.4%	-14.5
中煤能源	14,890	7,666	-48.5%	48.0%	45.0%	-3.0	14.8%	7.4%	-7.4
新大洲 A	21	-106	-614.4%	58.3%	63.7%	5.4	1.8%	-9.0%	-10.8
辽宁能源	-308	215	-	58.1%	57.9%	-0.2	-5.0%	3.6%	8.6
淮北矿业	5,399	2,126	-60.6%	49.2%	48.1%	-1.0	19.0%	8.9%	-10.1
新集能源	1,755	1,627	-7.3%	60.0%	61.2%	1.2	17.3%	14.7%	-2.6
合计/加权平均	139,534	101,291	-27.4%	45.8%	46.8%	1.0	19.4%	13.2%	-6.3
合计/加权平均 (剔除中国神华)	86,866	55,497	-36.1%	51.2%	52.0%	0.8	15.1%	9.0%	-6.1

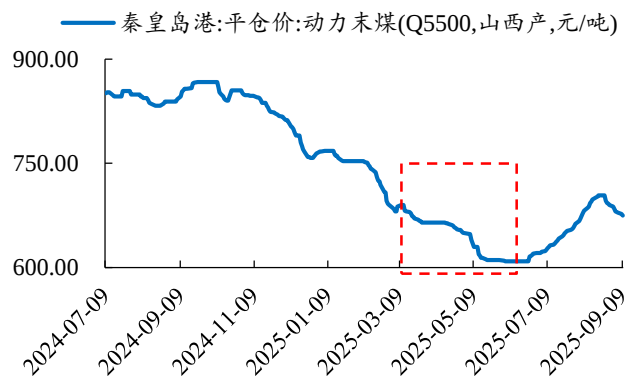
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、2025Q2 综述：煤价整体偏弱，煤企业绩环比回落

2.1、2025Q2 动力煤价同环比回落，焦煤价格同环比回落

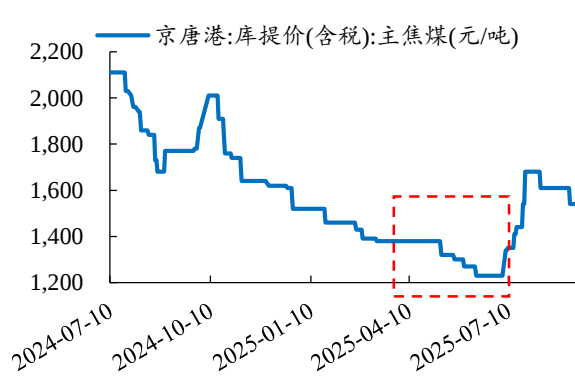
2025Q2 动力煤价同环比回落，焦煤价格同环比回落。分煤种以及均价水平来看，2025Q2 秦皇岛港山西产 Q5500 平仓均价为 632 元/吨，同比-25.6%，环比-12.4%；2025Q2 京唐港主焦煤（山西产）均价为 1315 元/吨，同比-37.1%，环比-8.8%。整体来看，2025Q2 动力煤和炼焦煤价格同比、环比均有不同程度下跌。

图13：2025Q2 秦港动力煤价格环比-12.4%



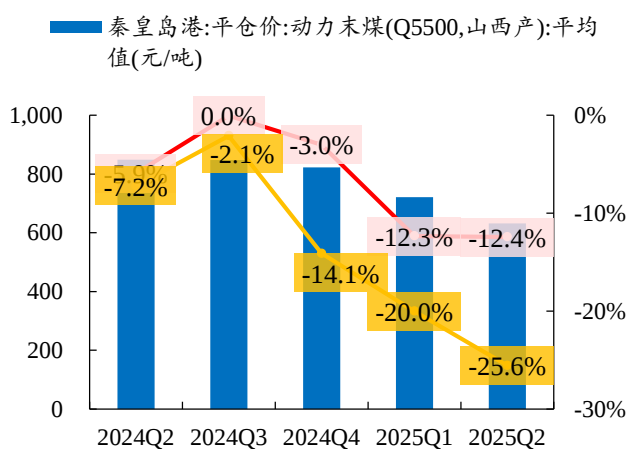
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025Q2 京唐港主焦煤价格环比-8.8%



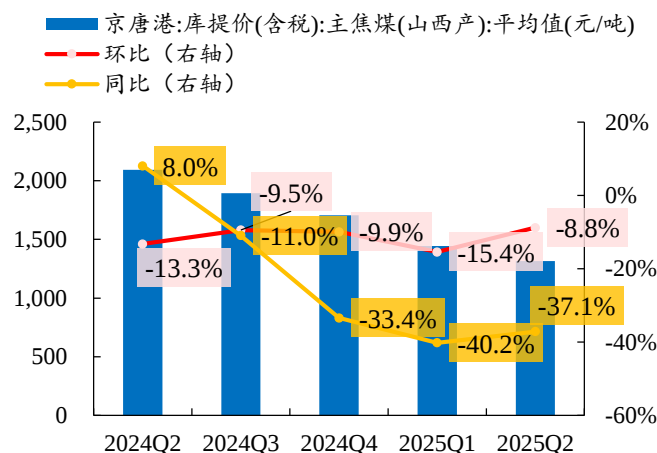
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2025Q2 秦港动力煤价格 632 元/吨，同比下跌 25.6%，环比下跌 12.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025Q2 京唐港主焦煤价格 1315 元/吨，同比下跌 37.1%，环比下跌 8.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2025Q2 煤炭价格承压，上市煤企业绩环比回落

2025Q2 单季上市煤企业绩环比下滑。28 家上市煤企 2025Q2 单季合计实现营业收入 2645 亿元，环比-3.4%；归母净利润 258 亿元，环比-14.4%；扣非后归母净利润 249 亿元，环比-16.1%。剔除中国神华后，27 家上市煤企 2025Q2 单季合计实现营业收入 1960 亿元，环比-4.1%；归母净利润 131 亿元，环比-28.0%；扣非后归母净利润 123 亿元，环比-31.6%。Q2 单季业绩下滑，整体由煤价走势疲弱所致。晋陕蒙煤矿开工率 2025Q2 均值为 81.1%，同比-0.7pct，环比+0.4pct，环比来看煤企供应有所改善，但由于 2025Q2 煤价延续回落，拖累煤企 Q2 业绩表现。

表9：2025Q2 单季 28 家上市煤企合计业绩环比回落（百万元）

公司 名称	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2025Q1	2025Q2	环比	2025Q1	2025Q2	环比	2025Q1	2025Q2	环比
甘肃能化	1,916	1,802	-5.9%	51	-233	-556.8%	24	-240	-1098.5%
神火股份	9,632	10,797	12.1%	708	1,196	68.9%	715	1,295	81.2%
冀中能源	4,024	3,269	-18.8%	319	29	-90.9%	303	24	-92.2%
山西焦煤	9,026	9,028	0.0%	681	333	-51.2%	725	301	-58.4%
电投能源	7,537	6,926	-8.1%	1,559	1,228	-21.3%	1,527	1,197	-21.6%
郑州煤电	967	871	-9.9%	-60	-164	-	-65	-167	-
兰花科创	2,192	1,858	-15.3%	33	24	-27.8%	33	-203	-721.6%
永泰能源	5,641	5,035	-10.7%	51	75	46.6%	42	57	35.2%
兖矿能源	30,312	29,037	-4.2%	2,710	1,942	-28.3%	2,729	1,701	-37.7%
华阳股份	5,817	5,422	-6.8%	597	186	-68.9%	631	193	-69.4%
盘江股份	2,482	2,670	7.6%	-105	99	-	-123	105	-
安源煤业	822	900	9.4%	-120	-169	-	-125	-168	-
大有能源	1,076	844	-21.6%	-309	-542	-	-324	-544	-
上海能源	1,736	1,762	1.5%	105	101	-3.6%	104	95	-8.1%
山煤国际	4,502	5,158	14.6%	255	400	56.9%	269	413	53.5%

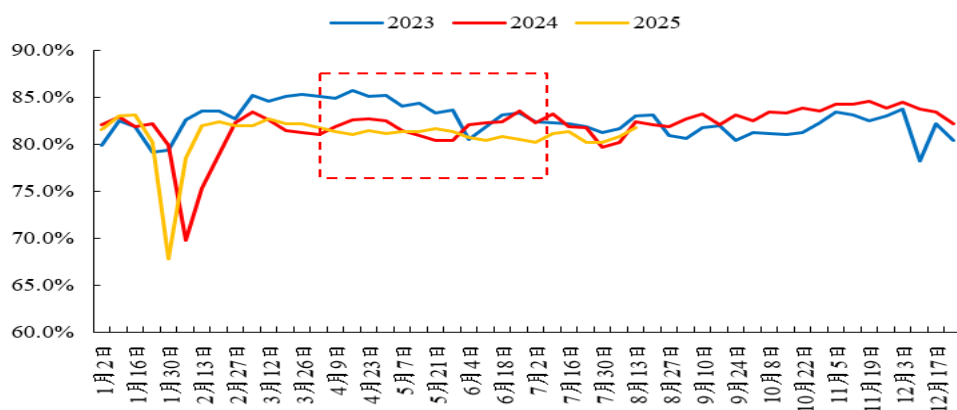
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

15 / 20

公司 名称	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2025Q1	2025Q2	环比	2025Q1	2025Q2	环比	2025Q1	2025Q2	环比
恒源煤电	1,179	1,198	1.7%	27	-156	-675.4%	13	-155	-1264.1%
开滦股份	4,515	4,308	-4.6%	67	293	336.2%	61	293	378.6%
晋控煤业	2,424	3,541	46.1%	512	364	-29.0%	508	361	-28.9%
中国神华	69,585	68,524	-1.5%	11,949	12,692	6.2%	11,705	12,607	7.7%
昊华能源	2,536	1,859	-26.7%	277	172	-37.9%	273	176	-35.5%
陕西煤业	40,162	37,821	-5.8%	4,805	2,834	-41.0%	4,552	2,671	-41.3%
平煤股份	5,400	4,720	-12.6%	152	106	-30.1%	176	106	-39.7%
潞安环能	6,968	7,101	1.9%	657	691	5.1%	672	475	-29.4%
中煤能源	38,392	36,044	-6.1%	3,978	3,727	-6.3%	3,942	3,711	-5.9%
新大洲 A	88	163	84.6%	-33	-45	-	-30	-40	-
辽宁能源	1,486	924	-37.9%	94	-80	-184.9%	94	-78	-183.2%
淮北矿业	10,567	10,045	-4.9%	692	340	-50.8%	674	300	-55.5%
新集能源	2,910	2,901	-0.3%	532	389	-26.9%	538	397	-26.2%
合计	273,895	264,528	-3.4%	30,183	25,830	-14.4%	29,643	24,884	-16.1%
合计（剔除神华）	204,310	196,004	-4.1%	18,234	13,138	-28.0%	17,938	12,277	-31.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：计算同比变动时，如分母为负值，则无法计算百分比变动，以“—”代替。

图17：2025Q2 晋陕蒙三省煤矿开工率环比+0.4pct


数据来源：CCTD、开源证券研究所

3、投资策略：反内卷有望托抬煤价，煤炭核心价值将被重塑

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，近期已修复到过第二目标价之上，即地方国企长协实际成交价（700 元左右）之上。现货价格修复年度长协价，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。未来我们仍旧看好动力煤现货价修复第三目标价之上，即达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右）。对于煤价本轮上涨是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元左右，可视为第四目标价。近期价格虽有调整，是因为夏季和秋季交替导致

用电耗煤趋弱所致，后续金九银十非电煤有望接棒且促使价格再次上行，尤其是化工耗煤。

炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值约为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端“金九银十”旺季非电煤需求预期回暖，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。

煤炭股双逻辑之二：稳健红利。弱经济与低利率的双重环境，驱使资金大幅转向追求确定性的收益，而煤炭板块普遍的高股息与分红的持续性，恰好契合了这一配置偏好。从中报数据看，即便在 2025 年盈利整体承压的背景下，多数煤企依然保持了较高的股息率，凸显出其防御价值；尽管行业利润同比大幅下滑，并未动摇煤企分红意志，仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源），合计分红规模 241.3 亿元，基本延续了 2024 年中 7 家公司分红趋势，企业分红意愿保持强劲。板块作为国资重地，龙头公司中国神华上半年分红比例高达 79%，示范效应显著。伴随国企改革深化，分红政策已从央企全面渗透至地方国企，未来频次有望从“一年一结”走向“一年两结”，板块高股息防御价值继续放大。我们可以从煤炭的高股息和低估值两个维度判定未来板块的涨幅空间：一是若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至市场锚定股息率数值时，之间股息差变动的幅度即为板块上涨的资本利得空间；二是煤炭股低估值表现为多家重点煤企的静态市盈率 PE 远低于中国神华，中国神华作为龙头所获得的估值溢价，体现了市场对煤炭行业盈利稳定性的认可。其他优质煤企若能在分红政策或业务稳定性上持续优化，有望迎来自身的价值重估。

资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。**四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。**

表10：主要煤炭上市公司盈利与股息率测算

上市公司	股价（元）	归母净利润（亿元）			PE		PB	分红比例	按照 2024 年派息 率计算的 2025 年 股息率	评级
		2025/9/12	2024A	2025E	2024A	2025E	2025E	2024	2025E	
中国神华	37.76	586.71	519.92	12.79	14.41	1.87	76.5%	5.3%	买入	
潞安环能	13.27	24.50	28.78	16.20	13.82	0.85	50.1%	3.6%	买入	

盘江股份	5.24	1.04	2.43	108.04	47.64	1.08	82.4%	1.7%	买入
山西焦煤	6.95	31.08	28.85	12.69	13.63	1.12	40.2%	2.9%	买入
平煤股份	7.91	23.50	6.16	8.33	31.64	0.86	60.0%	1.9%	买入
山煤国际	9.82	22.68	30.76	8.58	12.75	1.22	60.3%	4.7%	买入
神火股份	20.05	43.07	58.12	10.47	7.77	2.02	41.6%	5.4%	买入
淮北矿业	12.03	48.55	24.21	6.67	13.37	0.78	41.6%	3.1%	买入
兖矿能源	13.14	144.25	154.75	9.15	13.14	2.21	53.6%	4.1%	买入
电投能源	22.26	53.42	57.30	9.34	8.70	1.39	35.7%	4.1%	买入
晋控煤业	13.16	28.08	19.24	7.84	11.44	1.20	45.0%	3.9%	买入
广汇能源	5.02	29.61	19.32	11.13	16.73	1.35	134.3%	8.0%	买入
甘肃能化	2.52	12.14	-0.22	11.11	42.00	0.82	30.0%	0.7%	买入
中煤能源	11.12	193.23	163.67	7.63	9.04	0.95	32.9%	3.6%	买入
兰花科创	6.57	7.18	1.77	13.49	54.75	0.61	30.8%	0.6%	买入
华阳股份	6.99	22.25	27.33	11.33	9.20	0.92	50.1%	5.4%	买入
昊华能源	7.24	10.37	10.02	10.06	10.34	0.88	63.6%	6.2%	买入
永泰能源	1.49	15.61	4.09	21.23	74.50	0.70	14.7%	0.1%	增持
新集能源	6.30	23.93	20.38	6.82	7.97	1.02	17.3%	2.2%	买入
陕西煤业	20.23	223.60	178.07	8.77	11.01	2.20	58.5%	5.3%	未评级
冀中能源	5.98	12.08	8.84	17.49	23.91	1.11	234.0%	9.8%	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表中已评级标的盈利及估值数据来自开源证券研究所预测，未评级标的盈利预测和估值均来自于 Wind 一致预期。

4、风险提示

- **经济增速下行风险。**当前国内经济总体处于爬坡修复的状态，作为国内经济发展的能源支柱，煤炭行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。
- **供需错配引起的风险。**供给侧结构性改革是主导煤炭行业供需格局的重要因素，煤炭的进口是煤炭供需的不确定性因素，政策的变动可能会使煤炭行业供需错配。
- **可再生能源加速替代风险。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式，但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电，在国家政策的大力支持下得到快速发展，可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn