

上半年业绩承压，下半年回暖可期

2025 年 09 月 05 日

► **市场回顾：25H1 动力煤价持续下行。**2025 年上半年，动力煤价格持续下降，25H1 动力煤均价为 675.7 元/吨，同比下降 22.8%。25Q2 为动力煤价格底部，均价为 631.6 元/吨，同比下降 25.6%，环比 25Q1 下降 12.43%。进入 7 月后迎峰度夏需求旺盛，叠加供给端有所收缩助力煤价反弹，价格自 6 月下旬的 609 元/吨反弹至 8 月下旬的 704 元/吨。25H1 京唐港主焦煤均价 1377.67 元/吨，同比下降 38.79%；天津港一级冶金焦均价 1528.83 元/吨，同比下降 29.79%。

► **行业展望：价格蓄力上涨，有望重回 24Q3 水平。**2025 年 4 月中下旬以来，国内新疆、内蒙古等产区、海外印尼等国出现减产，6-7 月进口量单月同比下降 1000 万吨左右。目前产地查超产已经推进，测算年化超产产量规模为 2.3 亿吨左右。同时，预核增产能转储备产能也有望全面推进，我们测算理论影响供给量约 4 亿吨。需求方面，“金九银十”将至，非电需求有望逐步释放，其中煤化工耗煤需求年初以来基本维持 10%以上同比增速，后续“反内卷”推动炼油行业落后产能出清，煤化工有望凭借低成本优势盈利能力提升。当前煤价处于淡旺季交界，贸易商拿货情绪较低，我们预计未来一到两周煤价或保持小幅震荡，但伴随港口库存持续下降，叠加供给在查超产政策下继续收缩，基本面持续改善下煤价将再次进入上行通道，有望淡季延续涨势，回到 24Q3 水平。

► **基金持仓情况：25Q2 板块大部分上市公司持仓份额环比提升。**从煤炭板块上市公司的基金持仓份额来看，上半年大多数上市公司基金持仓份额同比下降，其中降幅最大的公司为甘肃能化、新集能源、恒源煤电。环比 25Q1 来看，煤炭板块大部分上市公司持仓份额环比提升，仅山煤国际、淮河能源、永泰能源三家持仓下降；持仓份额环比提升最多的三家公司为淮北矿业、新集能源、昊华能源。

► **中报总结：25Q2 板块盈利同环比下滑。**25Q2，板块营业收入同比下降 20.1%，环比下降 4.06%；归母净利润同比下降 36.7%，环比下降 16%；期间费用同比下降，环比增长、费率同环比增长；经营性流入同比下降，投融资现金流流出增加；资产负债率同比略有提升。

► **投资建议：**我们推荐以下投资主线：1) 高现货比例弹性标的，建议关注潞安环能。2) 业绩稳健、成长型标的，建议关注晋控煤业、华阳股份。3) 产量恢复性增长，建议关注山煤国际。4) 行业龙头业绩稳健，建议关注中国神华、中煤能源、陕西煤业。5) 受益核电增长，强 α 稀缺天然铀标的，建议关注中广核矿业。

► **风险提示：**经济增速放缓风险；煤价大幅下跌风险；政策变化风险。

推荐

维持评级

**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@glms.com.cn

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@glms.com.cn

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@glms.com.cn

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiayi@glms.com.cn

相关研究

- 1.煤炭周报：现货市场供需两弱，港口持续去库蓄力煤价上涨-2025/08/30
- 2.煤炭行业事件点评：新煤矿企业安全生产许可证实施办法推出，监管更加细化-2025/08/29
- 3.煤炭周报：7 月主产地产量全面收缩，煤价后市弹性充足-2025/08/24
- 4.煤炭周报：供给收缩显现，港口库存再度下滑，煤价弹性充足-2025/08/16
- 5.煤炭周报：供减需强、现货趋紧，煤价上涨加速，预计重回“8”字头-2025/08/10

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601699	潞安环能	12.78	0.82	1.33	2.00	16	10	6	推荐
601001	晋控煤业	12.57	1.68	1.01	1.32	7	12	10	推荐
600348	华阳股份	6.85	0.62	0.47	0.65	11	15	11	推荐
600546	山煤国际	9.67	1.14	0.67	0.77	8	14	13	推荐
601088	中国神华	37.78	2.95	2.42	2.49	13	16	15	推荐
601898	中煤能源	11.19	1.46	1.19	1.25	8	9	9	推荐
601225	陕西煤业	19.92	2.31	1.85	2.03	9	11	10	推荐
1164	中广核矿业	2.61	0.04	0.05	0.13	65	52	20	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(股价为 2025 年 9 月 3 日收盘价)

目录

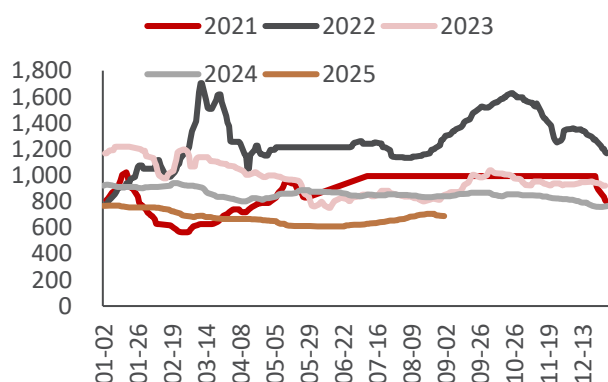
1 市场回顾：25H1 煤价下行	3
2 行业展望：价格蓄力上涨，有望重回 24Q3 水平	4
2.1 供给端对低煤价的负反馈被验证	4
2.2 宽松的政策结束，行业供给有望持续收缩	5
2.3 需求端稳中有升	7
3 基金持仓：25H1 持仓份额同比下降	8
4 2025 年半年报总结	9
4.1 营业收入：板块营收同比下滑	9
4.2 归母净利润：板块盈利同比下滑	10
4.3 费用分析：期间费用下降，费率增加	11
4.4 现金流分析：经营性现金流下滑	12
4.5 资产负债率：同比略有提升	15
4.6 ROE：同比有所下降	16
5 投资建议	17
6 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1 市场回顾：25H1 煤价下行

25H1 动力煤价持续下行。据 Wind 数据，2025 年上半年，动力煤价格持续下降，25H1 动力煤均价为 675.67 元/吨，同比下降 22.77%。25Q2 为动力煤价格底部，均价为 631.6 元/吨，同比下降 25.6%，环比 25Q1 下降 12.43%。进入 7 月后迎峰度夏需求旺盛，叠加供给端有所收缩助力煤价反弹，价格自 6 月下旬的 609 元/吨反弹至 8 月下旬的 704 元/吨。长协方面，2025 年以来动力煤长协价呈现稳中有降的趋势，25H1 均价为 682 元/吨，同比下降 3.1%，25Q2 长协均价为 674 元/吨，同比下降 3.57%，环比下降 2.27%。

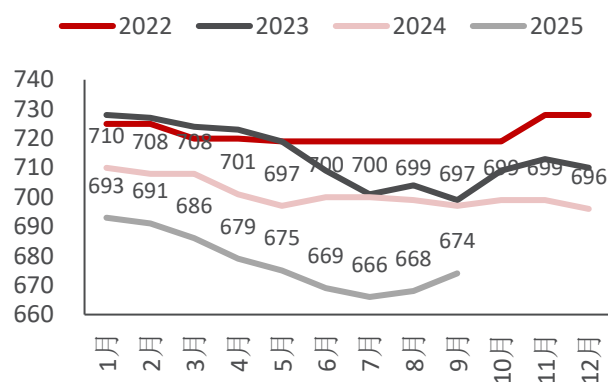
25H1 双焦价格同比下降。据 Wind 数据，25H1 京唐港主焦煤均价 1377.67 元/吨，同比下降 38.79%；天津港一级冶金焦均价 1528.83 元/吨，同比下降 29.79%。

图1：25H1 秦港动力煤价格下行（元/吨）



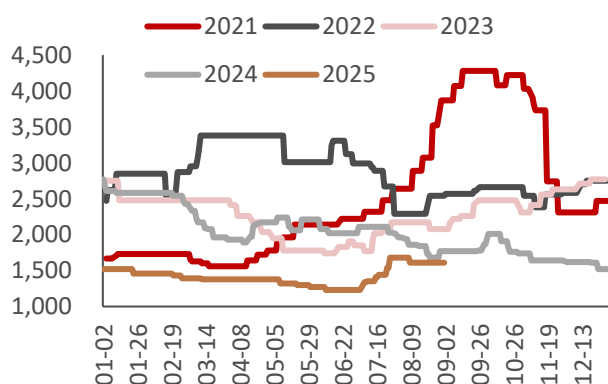
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：动力煤长协价稳中有降（元/吨）



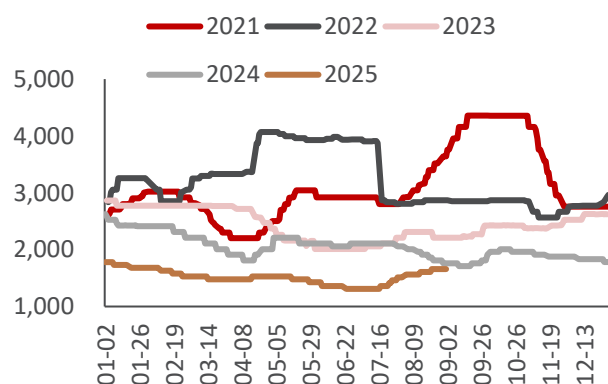
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：25H1 京唐港炼焦煤价格下降（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：25H1 天津港一级冶金焦价格下降（元/吨）



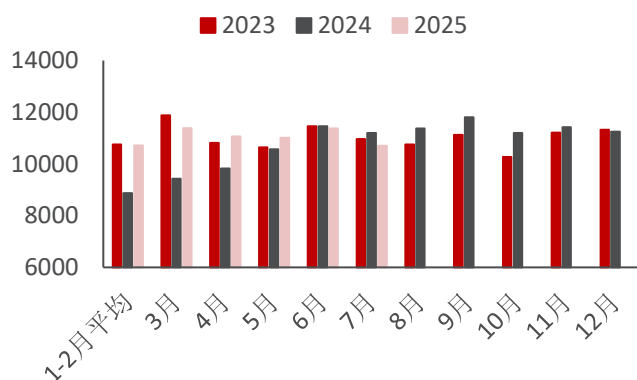
资料来源：wind，民生证券研究院

2 行业展望：价格蓄力上涨，有望重回 24Q3 水平

2.1 供给端对低煤价的负反馈被验证

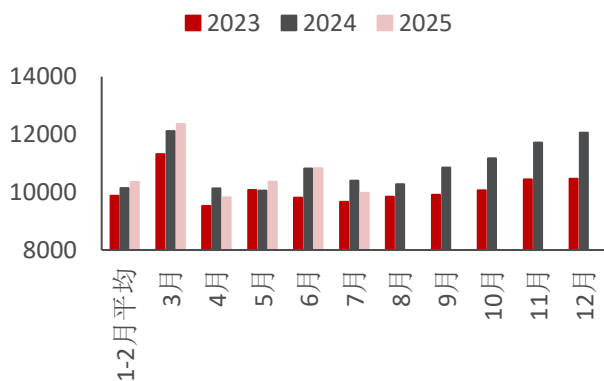
随着煤价下降，国内产量收缩。从主产地来看，价格下滑对产量造成了负反馈，7 月起产量均出现环比下降的现象，山西、内蒙古、新疆均同比下滑。内蒙古和新疆对价格更为敏感，7 月产量环比降幅相对较大，分别为-7.84%/-31.66%。

图5：山西省产量 7 月同、环比下滑（万吨）



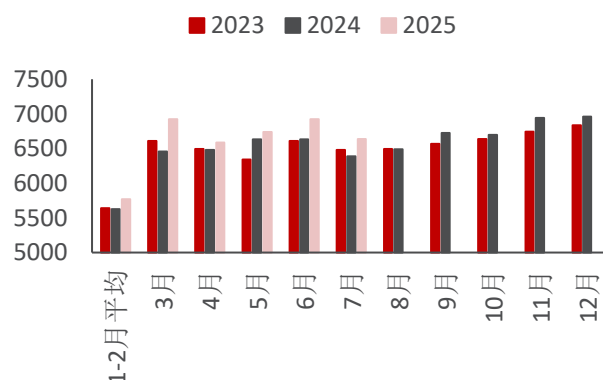
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图7：内蒙古 7 月产量同、环比下滑（万吨）



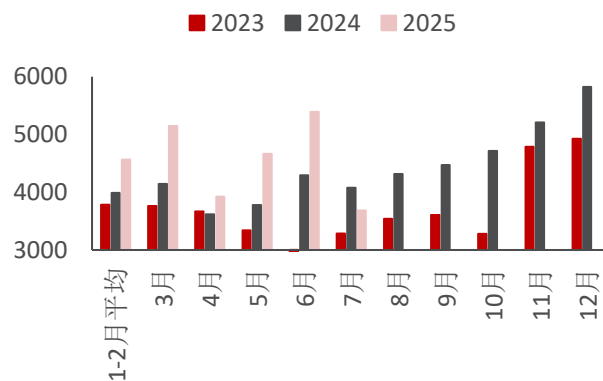
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图6：陕西原煤产量 7 月环比下滑（万吨）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图8：新疆 7 月产量同比下降，环比大幅下降（万吨）

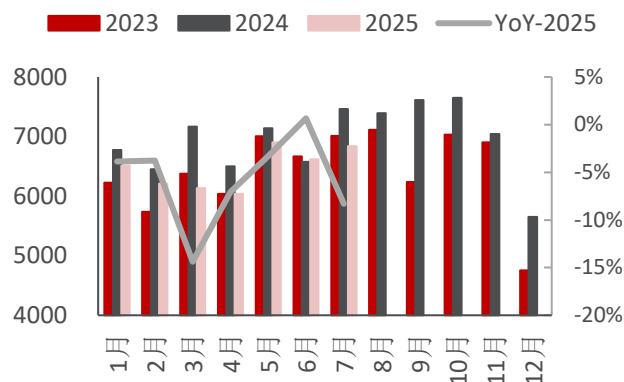


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

海外同样减产，进口量大幅下降。上半年，印尼、澳大利亚、蒙古国等主要煤炭出口国均出现减产现象。印尼煤炭产量为 3.78 亿吨，同比下降 7.5%；澳大利亚煤炭产量为 1.25 亿吨，同比下降 8.2%；蒙古国煤炭产量为 4370 万吨，同比下降 12.4%。此外，德国、波兰、土耳其、加拿大等国的煤炭产量也出现不同程度的收缩。从进口量来看，进口量从今年 3 月起同比转负，6 月、7 月进口量同比减少 1000 万吨以上，降幅 20% 以上。反映出低煤价下，供给端呈现全面自主收缩的趋势。

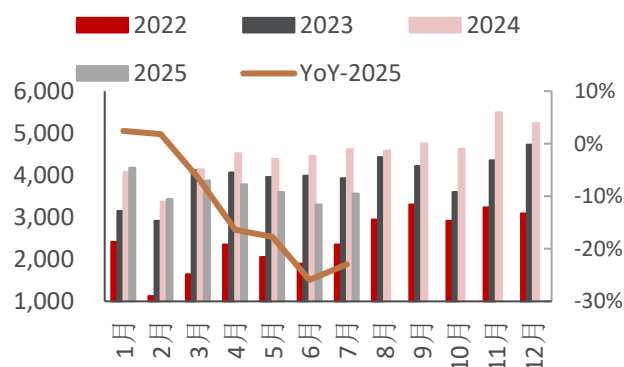
在低煤价下，供给端快速收缩，环渤海港口实现淡季去库存。产量收缩前环渤海港口库存最高时期比去年同期库存高 1040 万吨，随着供给收缩，行业实现淡季去库存。

图9：印尼产量同比下降（万吨）



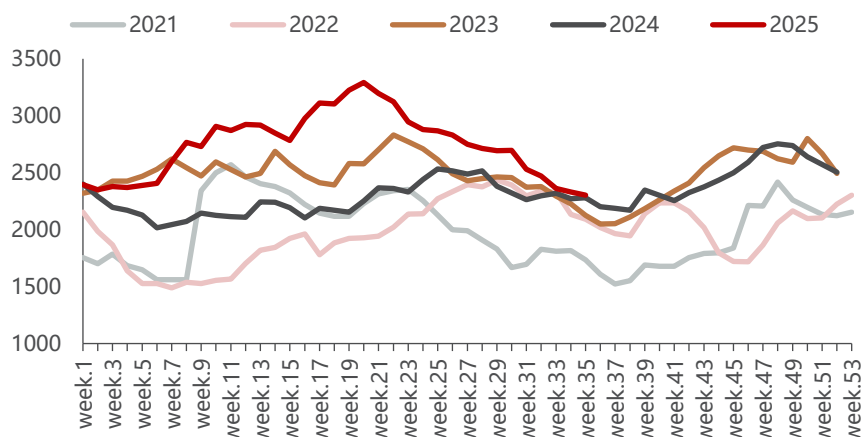
资料来源：印尼能矿部，民生证券研究院

图10：2025年3月起进口量增速转负（万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：环渤海港口实现淡季去库存（万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 宽松的政策结束，行业供给有望持续收缩

超产治理已经开始，年化减量约 2.3 亿吨。2025 年 7 月下旬能源局要求生产核查开启后，产地煤矿进入自查阶段，部分超产矿井已在自查阶段自发减量。同时对超产定义更加严格，除月度产量不得超过设计产能 110%外要求全年不得超过 100%，预计一些上半年单月并不超产矿井后下半年依然面临减产。我们测算，彻查超产导致的总减产幅度年化约 2.3 亿吨。

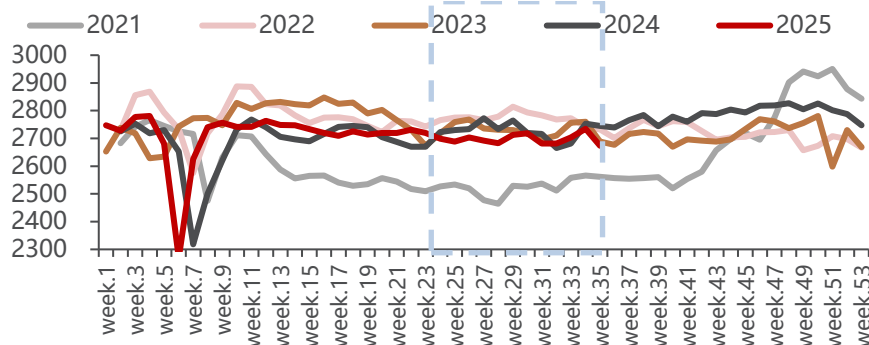
表1：25H1 部分省份超产年化产量 2.3 亿吨

省份	2024 年(亿吨)				25H1(亿吨)			2025 年单月产量(万吨)				
	产能	产量	超产量	超产幅度	产能	产能 10%	产量	25M1-2	25M3	25M4	25M5	25M6
山西	13.85	12.69	(1.16)	-8.4%	13.84	1.38	6.52	21424	11383	11060	11009	11369
内蒙古	13.80	12.97	(0.83)	-6.0%	13.78	1.38	6.39	20709	12364	9822	10364	10827
陕西	7.72	7.80	0.08	1.0%	7.86	0.79	3.88	11535	6924	6587	6741	6922
新疆	4.66	5.41	0.75	16.2%	4.66	0.47	2.79	9130	5147	3924	4665	5392
贵州	2.30	1.45	(0.85)	-37.0%	2.31	0.23	0.77	2209	1383	1357	1384	1356
河南	1.46	1.04	(0.41)	-28.4%	1.41	0.14	0.53	1724	938	900	877	931
省份	超产幅度					超产产量(万吨)					年化停产产量	
	25M1-2	25M3	25M4	25M5	25M6	25M1-2	25M3	25M4	25M5	25M6		
山西	-7.1%	-1.3%	-4.1%	-4.6%	-1.4%	(1646)	(152)	(475)	(526)	(167)		
内蒙古	-9.8%	7.7%	-14.5%	-9.7%	-5.7%	(2257)	881	(1661)	(1119)	(656)	10571	
陕西	-12.0%	5.7%	0.5%	2.9%	5.6%	(1571)	371	34	188	369	2885	
新疆	17.7%	32.7%	1.1%	20.2%	39.0%	1371	1267	44	785	1513	9960	
贵州	-42.8%	-28.3%	-29.7%	-28.2%	-29.7%	(1649)	(546)	(572)	(545)	(573)		
河南	-26.9%	-20.4%	-23.7%	-25.6%	-21.0%	(634)	(241)	(279)	(302)	(248)		
合计											23416	

资料来源：国家统计局，煤炭资源网，民生证券研究院

前期预核增产能有望转为储备产能或退出，预计影响供给约 4 亿吨。预核增产能为 2022 年因煤炭保供缺乏有效的手段，且新增煤矿建设不够及时，启动的预核增政策，即煤矿给予现有的或报批的产能，结合生产条件、库存情况等预核增，并允许按照预核增产能生产。根据陕西省发改委下发的《关于优化煤炭生产供给促进煤炭市场平稳运行的通知》中“推动部分保供产能向储备产能转化”，后续我们预计其他主产地也会出台类似的政策，当前低煤价下，部分产能陷入亏损放弃继续办理产能核增手续而退出，另有部分产能被界定为“储备产能”而停止生产，我们预计将影响供给约 4 亿吨。

图12：6 月起，晋陕蒙 442 家煤矿产量同比下降（万吨）



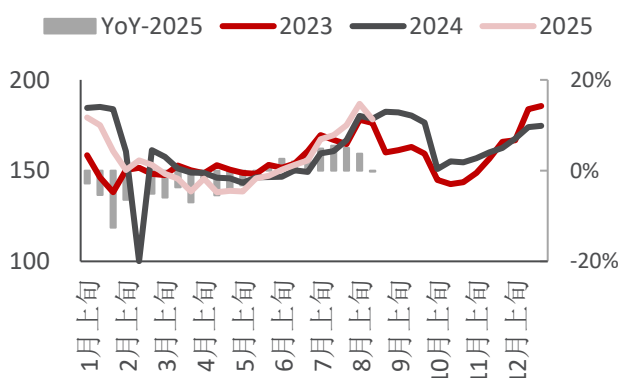
资料来源：CCTD，民生证券研究院

2.3 需求端稳中有升

火电方面，火电发电量有望持续正增长。自 2025 年 6 月以后火电发电量同比增速转正，当前随着夏季用煤高峰的结束，电厂日耗虽然有所回落，但刚需仍存。

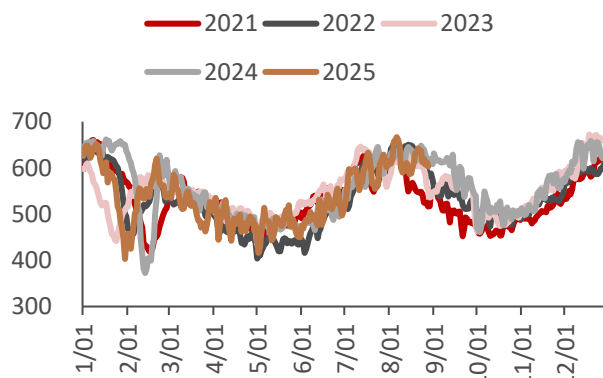
非电需求即将迎来旺季，对价格形成新支撑。“金九银十”将至，现货煤价主力非电需求有望逐步释放，其中煤化工耗煤需求年初以来基本维持 10% 以上同比增速，5 月以来攀升至 15% 以上，后续“反内卷”政策推动炼油行业落后产能出清，煤化工凭借其低成本优势对油头化工的替代性有望增强，盈利能力提升，对煤炭形成新的需求支撑。

图13：火电发电量保持较高增速（亿千瓦时）



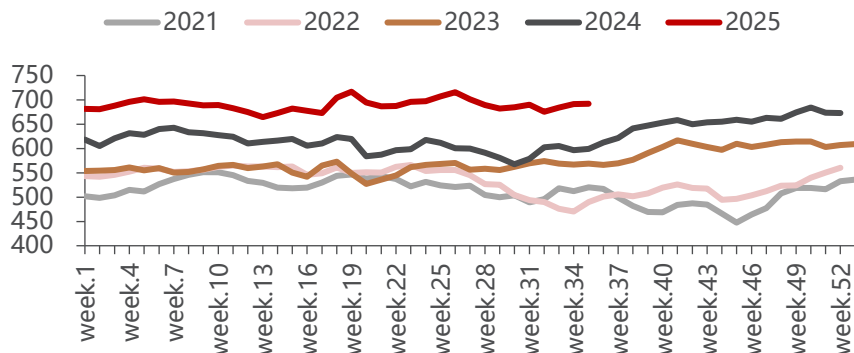
资料来源：CCTD，民生证券研究院

图14：火电耗煤保持较高增速（万吨）



资料来源：CCTD，民生证券研究院

图15：化工耗煤保持高增速（万吨）



资料来源：CCTD，民生证券研究院

预计价格短期震荡，后期重回涨势。从库存角度来看，港口库存受主产地降雨减产影响实现淡季去库，当前煤价处于逢淡旺季交界，贸易商拿货情绪较低，我们预计未来一到两周煤价或保持小幅震荡，但伴随港口库存持续下降，叠加供给在查超产政策下继续收缩，基本面持续改善下煤价将再次进入上行通道，有望淡季延续涨势，回到 24Q3 水平。

3 基金持仓：25H1 持仓份额同比下降

25H1 基金持仓份额同比呈现下降趋势。从煤炭板块上市公司的基金持仓份额来看，上半年大多数上市公司基金持仓份额同比下降，其中降幅最大的公司为甘肃能化、新集能源、恒源煤电。环比 25Q1 来看，煤炭板块大部分上市公司持仓份额环比提升，仅山煤国际、淮河能源、永泰能源三家持仓下降；持仓份额环比提升最多的三家公司为淮北矿业、新集能源、昊华能源。

表2：25H1 煤炭板块上市公司基金持仓情况 (%)

		25H1	24H1	25Q1	同比	环比
动力煤	甘肃能化	4.5	18.8	2.8	-14.3	1.7
	晋控煤业	11.3	19.5	8.5	-8.1	2.8
	电投能源	7.5	13.1	5.7	-5.6	1.8
	郑州煤电	2.2	1.3	1.8	0.9	0.3
	兖矿能源	6.5	8.3	4.6	-1.8	1.9
	安源煤业	3.2	2.5	1.7	0.7	1.4
	大有能源	1.1	0.9	0.7	0.2	0.4
	上海能源	70.6	72.7	68.5	-2.1	2.1
	山煤国际	10.4	15.3	10.8	-4.9	-0.4
	恒源煤电	14.6	23.5	14.4	-8.9	0.1
	中国神华	4.4	4.7	2.9	-0.3	1.6
	陕西煤业	9.4	11.2	6.5	-1.7	2.9
	中煤能源	5.1	5.7	3.0	-0.7	2.1
	新集能源	15.3	26.2	10.9	-10.8	4.4
	淮河能源	2.1	10.3	4.5	-8.2	-2.4
无烟煤	兰花科创	15.0	18.2	14.1	-3.2	0.9
	华阳股份	6.4	12.2	4.1	-5.7	2.3
	昊华能源	11.9	13.1	7.7	-1.2	4.2
炼焦煤	冀中能源	7.8	7.5	6.8	0.2	1.0
	山西焦煤	13.5	17.1	10.2	-3.6	3.2
	盘江股份	6.3	11.4	3.3	-5.1	3.1
	开滦股份	11.4	15.0	9.6	-3.6	1.8
	平煤股份	14.1	22.8	13.0	-8.7	1.0
	淮北矿业	12.1	17.6	7.0	-5.5	5.1
	潞安环能	9.4	12.0	7.1	-2.6	2.2
	永泰能源	4.4	8.9	4.7	-4.5	-0.3

资料来源：wind，民生证券研究院；备注：基金持仓=机构持仓-一般法人持仓

4 2025 年半年报总结

4.1 营业收入：板块营收同比下滑

25H1 煤炭板块营业总收入同比下降 18.8%。其中，动力煤子板块同比下降 16.6%，降幅最小的为新集能源（-2.9%），陕西煤业（-8.0%）；无烟煤子板块营业收入同比下降 12.2%；炼焦煤子板块同比下降 28.2%。**25Q2 煤炭板块营业收入同比下降 20.1%，环比下降 4.0%**。动力煤子板块同环比-17%/-3.2%，其中环比降幅最小的公司为新集能源（-0.3%），中国神华（-1.5%）；无烟煤子板块同环比-21.1%/-13.3%；炼焦煤子板块同环比-31.4%/-5%。

表3：25H1 营业收入同比下降，25Q2 营业收入同比下降、环比下降

子行业	证券简称	半年度营业收入(亿元)			第二季度营业收入(亿元)				
		25H1	24H1	同比	25Q2	25Q1	24Q2	同比	环比
动力煤	甘肃能化	37.2	56.2	-33.9%	18.0	19.2	28.0	-35.7%	-5.9%
	晋控煤业	59.7	73.8	-19.2%	35.4	24.2	37.2	-4.8%	46.1%
	电投能源	144.6	141.3	2.4%	69.3	75.4	67.8	2.1%	-8.1%
	郑州煤电	18.4	21.6	-15.0%	8.7	9.7	10.2	-15.0%	-9.9%
	兖矿能源	593.5	723.1	-17.9%	290.4	303.1	326.8	-11.1%	-4.2%
	安源煤业	17.2	26.6	-35.3%	9.0	8.2	15.2	-40.6%	9.4%
	大有能源	19.2	26.0	-26.1%	8.4	10.8	11.9	-29.1%	-21.6%
	上海能源	35.0	48.5	-27.9%	17.6	17.4	25.3	-30.5%	1.5%
	山煤国际	96.6	140.6	-31.3%	51.6	45.0	77.0	-33.0%	14.6%
	恒源煤电	23.8	38.9	-38.9%	12.0	11.8	18.4	-35.0%	1.7%
	中国神华	1,381.1	1,680.8	-17.8%	685.2	695.9	804.3	-14.8%	-1.5%
	陕西煤业	779.8	847.4	-8.0%	378.2	401.6	442.9	-14.6%	-5.8%
	中煤能源	744.4	929.8	-19.9%	360.4	383.9	475.9	-24.3%	-6.1%
	新集能源	58.1	59.9	-2.9%	29.0	29.1	29.3	-0.9%	-0.3%
	淮河能源	137.4	158.2	-13.2%	65.4	72.0	85.1	-23.1%	-9.1%
动力煤合计		4,145.9	4,972.8	-16.6%	2,038.7	2,107.2	2,455.3	-17.0%	-3.2%
无烟煤	兰花科创	40.5	54.8	-26.1%	18.6	21.9	32.1	-42.2%	-15.3%
	华阳股份	112.4	122.0	-7.9%	54.2	58.2	60.4	-10.2%	-6.8%
	昊华能源	44.0	47.3	-7.2%	18.6	25.4	23.2	-20.0%	-26.7%
无烟煤合计		196.8	224.1	-12.2%	91.4	105.5	115.8	-21.1%	-13.3%
炼焦煤	冀中能源	72.9	101.1	-27.9%	32.7	40.2	47.8	-31.6%	-18.8%
	山西焦煤	180.5	215.7	-16.3%	90.3	90.3	110.2	-18.1%	0.0%
	盘江股份	51.5	40.5	27.3%	26.7	24.8	21.0	27.3%	7.6%
	开滦股份	88.2	106.6	-17.2%	43.1	45.1	52.8	-18.5%	-4.6%
	平煤股份	101.2	162.5	-37.7%	47.2	54.0	80.1	-41.1%	-12.6%
	淮北矿业	206.8	373.2	-44.6%	100.8	106.0	199.5	-49.5%	-4.9%
	潞安环能	140.7	176.5	-20.3%	71.0	69.7	89.9	-21.1%	1.9%
	永泰能源	106.8	145.1	-26.4%	50.4	56.4	71.9	-30.0%	-10.7%
炼焦煤合计		948.7	1,321.2	-28.2%	462.1	486.5	673.3	-31.4%	-5.0%
煤炭板块合计		5,291.4	6,518.1	-18.8%	2,592.2	2,699.2	3,244.4	-20.1%	-4.0%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 归母净利润：板块盈利同比下滑

25H1 板块归母净利润较去年同期下降 32%。其中，动力煤子板块同比下降 26.4%；无烟煤子板块同比下降 52.5%；炼焦煤子板块同比下降 60.1%。

25Q2 煤炭板块归母净利润同比下降 36.7%，环比下降 16%。其中，动力煤子板块同环比-31.3%/-14%；无烟煤子板块同环比-69.6%/-57.9%；炼焦煤子板块同环比-62.6%/-16.0%。

表4：25H1 归母净利润同比下降，25Q2 归母净利润同比下降、环比下降

子行业	证券简称	半年度归母净利润(亿元)			第二季度营业收入(亿元)				
		25H1	24H1	同比	25Q2	25Q1	24Q2	同比	环比
动力煤	甘肃能化	-1.8	9.0	-120.3%	-2.3	0.5	12.9	-118.0%	-556.8%
	晋控煤业	8.8	14.4	-39.0%	3.6	5.1	6.6	-44.5%	-29.0%
	电投能源	27.9	29.4	-5.4%	12.3	15.6	10.0	22.8%	-21.3%
	郑州煤电	-2.2	0.1	由盈转亏	-1.6	-0.6	-0.2	-	-
	兖矿能源	46.5	75.7	-38.5%	19.4	27.1	38.1	-49.0%	-28.3%
	安源煤业	-2.9	-1.1	-	-1.7	-1.2	-0.1	2042.2%	40.8%
	大有能源	-8.5	-4.9	-	-5.4	-3.1	-2.2	-	-
	上海能源	2.1	4.7	-56.4%	1.0	1.0	1.7	-40.3%	-3.6%
	山煤国际	6.5	12.9	-49.3%	4.0	2.5	7.1	-43.5%	56.9%
	恒源煤电	-1.3	7.6	由盈转亏	-1.6	0.3	3.3	-147.8%	-675.4%
	中国神华	246.4	295.0	-16.5%	126.9	119.5	136.2	-6.8%	6.2%
	陕西煤业	76.4	105.6	-27.6%	28.3	48.0	59.0	-52.0%	-41.0%
	中煤能源	77.0	97.9	-21.3%	37.3	39.8	48.2	-22.7%	-6.3%
	新集能源	9.2	11.8	-21.7%	3.9	5.3	5.8	-32.8%	-26.9%
	淮河能源	4.5	5.8	-22.2%	1.8	2.7	2.7	-31.5%	-31.8%
动力煤合计		488.5	663.8	-26.4%	225.9	262.6	329.0	-31.3%	-14.0%
无烟煤	兰花科创	0.6	5.5	-89.6%	0.2	0.3	4.2	-94.2%	-27.8%
	华阳股份	7.8	13.0	-39.7%	1.9	6.0	4.3	-57.0%	-68.9%
	昊华能源	4.5	8.6	-47.8%	1.7	2.8	4.1	-57.8%	-37.9%
无烟煤合计		12.9	27.1	-52.5%	3.8	9.1	12.6	-69.6%	-57.9%
炼焦煤	冀中能源	3.5	10.0	-65.2%	0.3	3.2	2.9	-90.1%	-90.9%
	山西焦煤	10.1	19.7	-48.4%	3.3	6.8	10.2	-67.3%	-51.2%
	盘江股份	-0.1	0.4	-113.7%	1.0	-1.0	0.2	523.7%	扭亏为盈
	开滦股份	3.6	4.8	-25.1%	2.9	0.7	2.7	7.7%	336.2%
	平煤股份	2.6	13.9	-81.5%	1.1	1.5	6.5	-83.7%	-30.1%
	淮北矿业	10.3	29.4	-64.9%	3.4	6.9	13.5	-74.7%	-50.8%
	潞安环能	13.5	22.3	-39.4%	6.9	6.6	9.4	-26.4%	5.1%
	永泰能源	1.3	11.9	-89.4%	0.7	0.5	7.2	-89.6%	46.6%
炼焦煤合计		44.8	112.3	-60.1%	19.7	25.1	52.6	-62.6%	-21.8%
煤炭板块合计		546.2	803.2	-32.0%	249.4	296.8	394.1	-36.7%	-16.0%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 费用分析：期间费用下降，费率增加

25H1 煤炭板块期间费用同比下降 6.8%，期间费用率同比提升 1 个百分点。

其中，动力煤子板块期间费用同比下降 6.1%，期间费用率同比增加 0.7pct，上海能源期间费用及费率同比降幅最大；无烟煤子板块期间费用同比增长 5.1%，期间费用率同比增长 2.1pct；炼焦煤子板块期间费用同比下降 10.1%，期间费用率同比降增加 2.8pct。

表5：25H1 煤炭板块期间费用同比下降、费率同比上升

子行业	证券简称	期间费用(亿元)			期间费用率(%)		
		25H1	24H1	同比	25H1	24H1	同比
动力煤	甘肃能化	5.7	7.0	-19.3%	15.2	12.5	2.7
	晋控煤业	2.3	3.1	-25.0%	3.9	4.2	-0.3
	电投能源	4.4	5.0	-10.9%	3.1	3.5	-0.5
	郑州煤电	3.6	3.9	-6.8%	19.8	18.1	1.8
	兖矿能源	82.1	87.8	-6.5%	13.8	12.1	1.7
	安源煤业	1.8	1.9	-8.4%	10.2	7.2	3.0
	大有能源	6.2	6.1	2.0%	32.2	23.4	8.9
	上海能源	2.2	4.0	-44.1%	6.4	8.2	-1.8
	山煤国际	10.7	12.7	-15.6%	11.1	9.0	2.1
	恒源煤电	5.6	6.4	-12.8%	23.6	16.5	7.1
	中国神华	63.2	59.6	6.1%	4.6	3.5	1.0
	陕西煤业	36.2	39.7	-8.7%	4.6	4.7	0.0
	中煤能源	39.9	43.7	-8.8%	5.4	4.7	0.7
	新集能源	6.3	6.3	0.1%	10.9	10.6	0.3
	淮河能源	4.2	5.0	-15.6%	3.1	3.1	-0.1
动力煤合计		274.5	292.3	-6.1%	6.6	5.9	0.7
无烟煤	兰花科创	6.7	6.6	2.3%	16.6	12.0	4.6
	华阳股份	13.1	11.6	13.2%	11.7	9.5	2.2
	昊华能源	4.8	5.3	-9.2%	11.0	11.3	-0.2
无烟煤合计		24.7	23.5	5.1%	12.5	10.5	2.1
炼焦煤	冀中能源	13.0	16.5	-21.3%	17.8	16.3	1.5
	山西焦煤	26.2	26.1	0.6%	14.5	12.1	2.4
	盘江股份	9.6	9.3	3.5%	18.6	22.9	-4.3
	开滦股份	7.0	7.8	-11.0%	7.9	7.4	0.6
	平煤股份	12.4	17.3	-28.5%	12.2	10.7	1.6
	淮北矿业	27.1	31.8	-14.8%	13.1	8.5	4.6
	潞安环能	19.7	19.7	0.2%	14.0	11.2	2.9
	永泰能源	15.1	16.2	-6.5%	14.2	11.2	3.0
炼焦煤合计		130.1	144.7	-10.1%	13.7	10.9	2.8
煤炭板块合计		429.3	460.5	-6.8%	8.1	7.1	1.0

资料来源：wind，民生证券研究院

25Q2 煤炭板块期间费用同环比-9.8%/+6.9%，费率同环比+1/+0.9 个百分

点。其中，动力煤子板块期间费用同环比-10.3%/+1.2%，费率同环比+0.5/+0.3

个百分点;无烟煤子板块期间费用同环比-2.3%/+16.1%,费率同环比+11.3/+3.7个百分点;炼焦煤子板块期间费用同环比-10.2%/+18.0%,费率同环比+11.1/+3个百分点。

表6: 25Q2 煤炭板块期间费用同环比下降、费率环比增长

子行业	证券简称	期间费用(亿元)					期间费用率(%)				
		25Q2	25Q1	24Q2	同比	环比	25Q2	25Q1	24Q2	同比	环比
动力煤	甘肃能化	3.1	2.5	3.8	-17.4%	24.8%	17.4	13.1	13.6	3.9	4.3
	晋控煤业	1.2	1.2	1.7	-29.1%	-0.3%	3.3	4.8	4.4	-1.1	-1.5
	电投能源	2.2	2.2	2.6	-16.9%	-2.6%	3.2	3.0	3.9	-0.7	0.2
	郑州煤电	1.9	1.8	2.1	-11.0%	5.2%	21.5	18.4	20.5	1.0	3.1
	兖矿能源	41.0	41.1	48.7	-15.8%	-0.3%	14.1	13.6	14.9	-0.8	0.6
	安源煤业	0.9	0.9	0.9	-4.5%	-0.6%	9.7	10.7	6.0	3.7	-1.0
	大有能源	3.2	3.0	3.3	-2.5%	4.8%	37.5	28.1	27.3	10.2	9.4
	上海能源	1.0	1.2	2.3	-56.9%	-16.5%	5.7	7.0	9.3	-3.5	-1.2
	山煤国际	5.7	5.0	7.1	-20.0%	13.9%	11.1	11.1	9.3	1.8	-0.1
	恒源煤电	3.1	2.5	2.9	9.1%	26.8%	26.2	21.0	15.6	10.6	5.2
	中国神华	31.0	32.3	31.3	-1.1%	-4.1%	4.5	4.6	3.9	0.6	-0.1
	陕西煤业	18.9	17.3	19.7	-3.8%	9.4%	5.0	4.3	4.4	0.6	0.7
	中煤能源	19.4	20.4	21.6	-10.2%	-4.8%	5.4	5.3	4.5	0.8	0.1
	新集能源	3.1	3.3	3.3	-5.1%	-4.9%	10.7	11.2	11.1	-0.5	-0.5
	淮河能源	2.4	1.8	2.6	-8.8%	35.0%	3.7	2.5	3.1	0.6	1.2
动力煤合计		138.1	136.5	153.9	-10.3%	1.2%	6.8	6.5	6.3	0.5	0.3
无烟煤	兰花科创	3.6	3.1	3.9	-5.8%	18.1%	19.6	14.1	12.0	7.6	5.5
	华阳股份	7.1	6.0	6.8	4.5%	17.9%	13.1	10.4	11.3	1.8	2.8
	昊华能源	2.5	2.3	2.9	-13.6%	8.8%	13.6	9.1	12.6	1.0	4.4
无烟煤合计		13.3	11.4	13.6	-2.3%	16.1%	14.5	10.8	3.2	11.3	3.7
炼焦煤	冀中能源	6.1	6.9	8.8	-30.2%	-11.1%	18.7	17.1	18.3	0.4	1.6
	山西焦煤	15.2	11.0	14.4	5.9%	39.0%	16.9	12.2	13.1	3.8	4.7
	盘江股份	4.5	5.1	4.9	-6.9%	-11.0%	16.9	20.4	23.1	-6.2	-3.5
	开滦股份	3.7	3.3	4.1	-10.0%	11.0%	8.5	7.3	7.7	0.8	1.2
	平煤股份	6.8	5.6	9.0	-24.9%	20.5%	14.3	10.4	11.3	3.1	3.9
	淮北矿业	15.6	11.5	18.8	-17.1%	35.5%	15.4	10.8	9.4	6.0	4.6
	潞安环能	10.5	9.2	10.4	1.3%	14.2%	14.8	13.2	11.5	3.3	1.6
	永泰能源	8.0	7.1	8.2	-1.9%	12.6%	15.9	12.6	11.4	4.6	3.3
炼焦煤合计		70.4	59.7	78.4	-10.2%	18.0%	15.2	12.3	4.1	11.1	3.0
煤炭板块合计		221.8	207.5	246.0	-9.8%	6.9%	8.6	7.7	7.6	1.0	0.9

资料来源: wind, 民生证券研究院

4.4 现金流分析: 经营性现金流下滑

2025 年上半年:

经营性现金流方面, 25H1 板块经营性净现金流实现 974.8 亿元, 同比下降

28.9%。其中，动力煤子板块实现经营性净现金流 885.2 亿元，同比下降 22.7%；无烟煤子板块实现经营性净现金流 6.4 亿元，同比下降 80.3%；炼焦煤子板块实现经营性净现金流 83.2 亿元，同比下降 56.9%。

投资性现金流方面，25H1 板块投资性净现金流实现-833.5 亿元，净流出量同比增长 11.1%。其中，动力煤子板块投资性净现金流实现-586.4 亿元，净流出量同比下降 5.1%；无烟煤子板块投资性净现金流实现-98.5 亿元，净流出量同比增长 314.8%；炼焦煤子板块投资性净现金流实现-148.6 亿元，净流出量同比增长 36.4%。

筹资性现金流方面，25H1 板块筹资性净现金流实现-149.7 亿元，净流出量同比下降 65.7%。其中，动力煤子板块筹资性净现金流实现-246.8 亿元，净流出量同比下降 14.3%；无烟煤子板块筹资性净现金流实现 88.9 亿元，同比增加 1058.2%；炼焦煤子板块筹资性净现金流实现-8.1 亿元，同比从净流出转为净流入。

表7：25H1 煤炭板块现金流情况

子行业	证券简称	经营性净现金流(亿元)			投资性净现金流(亿元)			筹资性净现金流(亿元)		
		25H1	24H1	同比	25H1	24H1	同比	25H1	24H1	同比
动力煤	甘肃能化	-7.9	3.0	-359.6%	-6.9	-30.0	-77.1%	18.2	1.4	1204.4%
	晋控煤业	6.6	25.3	-74.0%	-1.9	-0.6	219.1%	-21.6	-19.0	13.7%
	电投能源	38.4	39.3	-2.1%	-26.4	-10.6	148.4%	1.4	-13.0	-110.5%
	郑州煤电	0.6	2.1	71.2%	0.2	-1.2	-113.1%	-1.2	-1.9	-38.1%
	兖矿能源	135.6	126.2	7.5%	-66.4	-30.9	114.8%	-8.8	-57.3	-84.6%
	安源煤业	-0.3	0.3	-217.1%	-0.1	-0.5	-69.8%	0.4	0.1	729.0%
	大有能源	1.0	4.9	79.2%	-1.1	-1.4	-17.9%	-2.5	8.5	-129.7%
	上海能源	1.7	4.7	-63.2%	-5.5	-3.5	57.2%	-0.2	-1.9	88.1%
	山煤国际	-4.7	23.8	-119.7%	-6.1	-9.5	-35.4%	10.1	17.1	-40.6%
	恒源煤电	-2.3	9.6	-123.8%	0.1	-3.6	-103.2%	-3.6	-10.5	-65.8%
	中国神华	457.9	526.7	-13.1%	-195.6	-438.6	-55.4%	-128.3	-33.0	288.6%
	陕西煤业	158.2	199.7	-20.8%	-59.8	-14.0	328.3%	-119.0	-138.3	-13.9%
	中煤能源	76.7	148.9	-48.5%	-176.0	-39.0	350.9%	-10.4	-53.7	-80.6%
	新集能源	16.3	17.6	-7.3%	-29.6	-29.0	2.2%	21.0	19.6	7.1%
	淮河能源	7.4	12.7	-41.9%	-11.2	-5.4	108.3%	-2.1	-5.8	-64.5%
动力煤合计		885.2	1144.6	-22.7%	-586.4	-617.6	-5.1%	-246.8	-287.9	-14.3%
无烟煤	兰花科创	-4.6	6.3	-173.0%	-68.5	1.8	-3881.4%	64.8	-4.6	-1507.8%
	华阳股份	0.5	1.4	-63.0%	-25.9	-19.5	33.1%	24.5	33.5	-26.8%
	昊华能源	10.5	25.0	-57.9%	-4.1	-6.1	32.7%	-0.4	-21.2	-98.2%
无烟煤合计		6.4	32.7	-80.3%	-98.5	-23.7	314.8%	88.9	7.7	1058.2%
炼焦煤	冀中能源	5.9	11.4	-47.7%	-24.1	-7.0	243.7%	1.3	-2.5	-151.4%
	山西焦煤	33.3	18.6	78.9%	-9.7	-11.2	-12.8%	-12.4	-13.2	-6.4%
	盘江股份	3.1	1.1	184.6%	-23.1	-32.9	-29.8%	28.2	34.7	-18.8%
	开滦股份	-3.0	2.0	-253.2%	-3.6	-2.4	47.1%	5.3	-2.9	-282.2%
	平煤股份	4.0	46.9	-91.4%	-53.0	-22.8	132.1%	30.4	-48.8	-162.3%
	淮北矿业	21.3	54.0	-60.6%	-30.1	-24.3	23.8%	-2.8	-41.0	-93.1%

潞安环能	-8.6	28.5	130.2%	-1.1	-2.4	-54.4%	-16.7	-60.3	-72.3%
永泰能源	27.3	30.4	10.2%	-3.9	-5.9	-34.3%	-25.1	-22.0	13.8%
炼焦煤合计	83.2	192.9	-56.9%	-148.6	-108.9	36.4%	8.1	-155.9	-105.2%
煤炭板块合计	974.8	1370.2	-28.9%	-833.5	-750.3	11.1%	-149.7	-436.2	-65.7%

资料来源：wind，民生证券研究院

2025 年二季度：

经营性现金流方面，25Q2 板块经营性净现金流实现 632.9 亿元，同比下降 23.3%。其中，动力煤子板块实现经营性净现金流 552.9 亿元，同比下降 14.2%；无烟煤子板块实现经营性净现金流 7 亿元，同比下降 62.4%；炼焦煤子板块实现经营性净现金流 73.1 亿元，同比下降 55.1%。

投资性现金流方面，25Q2 板块投资性净现金流实现-531.1 亿元，净流出量同比增长 77.2%。其中，动力煤子板块投资性净现金流实现-390.9 亿元，净流出量同比增长 44.8%；无烟煤子板块投资性净现金流实现-80.8 亿元，净流出量同比增长 1112.4%；炼焦煤子板块投资性净现金流实现-59.5 亿元，净流出量同比增加 156.1%。

筹资性现金流方面，25Q2 板块筹资性净现金流实现-200.9 亿元，净流出量同比下降 62.4%。其中，动力煤子板块筹资性净现金流实现-212.6 亿元，净流出量同比下降 36.1%；无烟煤子板块筹资性净现金流实现 61.1 亿元，去年同期为净流出；炼焦煤子板块筹资性净现金流实现-49.4 亿元，净流出量同比下降 74.1%。

表8：25Q2 煤炭板块现金流情况

子行业	证券简称	经营性净现金流(亿元)			投资性净现金流(亿元)			筹资性净现金流(亿元)		
		25Q2	24Q2	同比	25Q2	24Q2	同比	25Q2	24Q2	同比
动力煤	甘肃能化	-6.7	6.1	-209.7%	-9.7	-26.4	-63.4%	11.3	-4.5	-349.6%
	晋控煤业	8.4	13.9	-39.6%	-0.6	0.4	-264.8%	-3.1	-17.4	-82.0%
	电投能源	20.8	25.8	-19.5%	-14.7	-6.5	127.0%	0.9	-17.1	-105.4%
	郑州煤电	-0.9	0.7	228.1%	1.0	-0.6	-270.2%	0.5	-1.0	-150.2%
	兖矿能源	99.0	71.5	38.5%	-30.8	8.4	-467.6%	-38.1	-94.7	-59.7%
	安源煤业	0.5	0.4	23.6%	-0.1	-0.1	25.0%	0.2	-0.1	-216.1%
	大有能源	1.8	4.8	61.5%	-0.8	-0.3	169.5%	-5.6	7.2	-176.9%
	上海能源	3.6	4.0	-8.3%	-2.8	-1.9	46.1%	-0.3	-0.9	60.3%
	山煤国际	6.7	23.8	-71.9%	-2.2	-2.7	-16.3%	-7.7	-14.1	-45.9%
	恒源煤电	-4.0	3.0	-236.1%	1.7	-3.1	-154.5%	-3.4	-10.5	-67.4%
	中国神华	252.6	241.2	4.7%	-182.9	-188.5	-3.0%	-59.1	-22.3	164.6%
	陕西煤业	87.7	123.4	-29.0%	-29.8	-4.4	581.6%	-107.3	-130.3	-17.7%
	中煤能源	72.9	114.8	-36.5%	-93.7	-28.3	230.6%	-13.4	-26.2	-48.8%
	新集能源	8.8	7.8	13.0%	-15.0	-12.9	15.6%	12.8	5.4	138.3%
	淮河能源	1.7	3.1	-45.5%	-10.4	-3.0	248.6%	-0.2	-5.9	-96.0%
动力煤合计		552.9	644.3	-14.2%	-390.9	-269.9	44.8%	-212.6	-332.5	-36.1%
无烟煤	兰花科创	-0.5	0.9	-151.9%	-66.7	3.1	-2252.1%	55.9	-6.9	-910.5%
	华阳股份	4.0	5.7	-30.2%	-12.2	-7.5	61.7%	5.8	4.7	22.8%
	昊华能源	3.5	11.9	-70.7%	-1.9	-2.2	13.7%	-0.6	-8.8	-93.6%

无烟煤合计	7.0	18.5	-62.4%	-80.8	-6.7	1112.4%	61.1	-11.0	-656.4%	
炼焦煤	冀中能源	4.7	8.3	-43.7%	-15.9	-2.1	658.1%	-6.6	-19.0	-65.2%
	山西焦煤	14.4	30.3	-52.5%	-2.0	-1.9	8.7%	-9.2	-8.3	10.3%
	盘江股份	2.2	0.9	155.7%	-8.1	-11.3	-28.0%	4.4	13.4	-67.4%
	开滦股份	3.2	3.5	-8.4%	-1.4	0.1	-2584.6%	-3.8	-3.5	8.2%
	平煤股份	-0.7	18.7	-103.8%	-21.5	0.0	56415.2%	17.7	-57.3	-130.9%
	淮北矿业	16.9	37.8	-55.4%	-8.5	-4.4	94.3%	-16.1	-41.4	-61.1%
	潞安环能	15.6	44.2	64.7%	-0.2	0.1	-397.4%	-16.9	-58.8	-71.2%
	永泰能源	16.9	19.2	12.0%	-1.8	-3.7	-51.0%	-18.9	-16.2	16.5%
炼焦煤合计	73.1	162.8	-55.1%	-59.5	-23.2	156.1%	-49.4	-191.1	-74.1%	
煤炭板块合计	632.9	825.6	-23.3%	-531.1	-299.8	77.2%	-200.9	-534.6	-62.4%	

资料来源：wind，民生证券研究院

4.5 资产负债率：同比略有提升

25H1 资产负债率同比增加 1.2pct、较 2024 年末上升 2.7pct 至 47.1%。其中,动力煤板块资产负债率同比上升 0.3pct,较 2024 年末上升 2.6pct 至 43.8%, 负债水平为子板块中最低;无烟煤板块资产负债率同比上升 1.9pct, 较 2024 年末上升 2.6pct 至 53.4%;炼焦煤板块资产负债率同比增长 3.4pct, 较 2024 年末增加 0.9pct 至 54.2%。

表9：25H1 煤炭板块资产负债率情况

子行业	证券简称	资产负债率				
		25H1	24H1	2024	同比(pct)	较 24 年末(pct)
动力煤	甘肃能化	48.3%	44.5%	48.1%	3.8	0.1
	晋控煤业	26.2%	33.5%	28.9%	-7.2	-2.7
	电投能源	27.3%	28.8%	25.3%	-1.5	2.0
	郑州煤电	78.3%	78.9%	77.4%	-0.6	1.0
	兖矿能源	63.7%	65.6%	62.9%	-1.9	0.8
	安源煤业	102.8%	96.1%	97.8%	6.7	5.0
	大有能源	73.0%	68.3%	68.9%	4.7	4.1
	上海能源	34.1%	35.9%	35.2%	-1.7	-1.1
	山煤国际	52.0%	51.6%	50.5%	0.4	1.4
	恒源煤电	38.6%	40.0%	39.5%	-1.4	-0.8
	中国神华	31.1%	29.8%	23.4%	1.3	7.7
	陕西煤业	42.9%	35.4%	43.7%	7.4	-0.8
	中煤能源	45.0%	48.0%	46.3%	-3.0	-1.3
	新集能源	61.2%	60.0%	61.0%	1.2	0.2
	淮河能源	43.0%	46.2%	43.9%	-3.2	-0.9
动力煤合计		43.8%	43.4%	41.2%	0.3	2.6
无烟煤	兰花科创	57.1%	48.9%	47.5%	8.3	9.6
	华阳股份	53.8%	53.7%	53.3%	0.1	0.5
	昊华能源	47.6%	48.7%	47.2%	-1.1	0.4
无烟煤合计		53.4%	51.5%	50.8%	1.9	2.6
炼焦煤	冀中能源	59.7%	53.1%	54.7%	6.5	4.9

山西焦煤	56.6%	45.4%	57.4%	11.2	-0.8
盘江股份	74.9%	69.6%	73.6%	5.3	1.3
开滦股份	42.7%	45.0%	43.5%	-2.3	-0.8
平煤股份	63.6%	60.3%	61.8%	3.3	1.8
淮北矿业	48.1%	49.2%	46.6%	-1.0	1.5
潞安环能	39.4%	40.8%	40.2%	-1.4	-0.8
永泰能源	51.6%	51.3%	51.7%	0.3	-0.1
炼焦煤合计	54.2%	50.8%	53.3%	3.4	0.9
煤炭板块合计	47.1%	45.9%	44.4%	1.2	2.7

资料来源：wind，民生证券研究院

4.6 ROE：同比有所下降

25H1，中信煤炭板块 ROE 同比下降 2.28 个百分点至 4.04%，其中权益乘数同比增加 0.5 至 5.88，资产周转率同比下降 5.46 个百分点至 19.39%，销售净利润率下降 2.68 个百分点至 11.83%。

表10：25H1 煤炭行业杜邦分析

指标	杜邦分析		
	25H1	24H1	23H1
净资产收益率(ROE)(%)	4.04	6.32	8.88
同比增长率 (pct)	-2.28	-2.56	-4.77
因素分解：			
销售净利润率	11.83	14.51	17.23
权益乘数	5.88	5.38	5.35
资产周转率	19.39	24.85	28.68
原始数据			
利润表			
净利润	645.79	976.67	1,296.46
利润总额	836.42	1,237.87	1,640.72
营业总收入	5,459.71	6,730.92	7,524.80
归母净利润	500.75	763.20	1,045.03
资产负债表			
期末总资产	28,462.56	27,468.88	26,623.30
期初总资产	26,718.58	26,012.19	24,232.44
期末归属母公司股东权益	12,256.55	12,080.57	11,696.46
期初归属母公司股东权益	12,081.98	11,892.33	10,348.00

资料来源：wind，民生证券研究院

5 投资建议

标的方面，我们推荐以下投资主线：1) 高现货比例弹性标的，建议关注潞安环能。2) 业绩稳健、成长型标的，建议关注晋控煤业、华阳股份。3) 产量恢复性增长，建议关注山煤国际。4) 行业龙头业绩稳健，建议关注中国神华、中煤能源、陕西煤业。5) 受益核电增长，强 α 稀缺天然铀标的，建议关注中广核矿业。

表11：煤炭行业推荐标的

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024A	2025E	2025E	2024A	2025E	2025E	
601699	潞安环能	12.78	0.82	1.33	2.00	16	10	6	推荐
601001	晋控煤业	12.57	1.68	1.01	1.32	7	12	10	推荐
600348	华阳股份	6.85	0.62	0.47	0.65	11	15	11	推荐
600546	山煤国际	9.67	1.14	0.67	0.77	8	14	13	推荐
601088	中国神华	37.78	2.95	2.42	2.49	13	16	15	推荐
601898	中煤能源	11.19	1.46	1.19	1.25	8	9	9	推荐
601225	陕西煤业	19.92	2.31	1.85	2.03	9	11	10	推荐
1164	中广核矿业	2.61	0.04	0.05	0.13	65	52	20	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测（股价为 2025 年 9 月 3 日收盘价）

6 风险提示

1) 经济增速放缓风险：

煤炭行业为周期性行业，其主要下游火电、钢铁、建材等行业均与宏观经济密切相关，经济增速放缓将直接影响煤炭需求。焦炭行业属于“煤焦钢”产业链中游，行业景气度受钢铁行业下游的房地产以及基建行业影响较大。若后续房地产与基建投资增速下行，则将对需求端产生较大的压力。

2) 煤价大幅下跌风险：

板块上市公司主营业务多为煤炭开采以及煤炭销售，煤价大幅下跌将直接影响上市公司利润以及经营情况。

3) 政策变化风险：

目前超产治理等政策正在有序推进，若政策发生变化，或将对煤炭供给产生影响，继而进一步影响煤炭价格。

插图目录

图 1: 25H1 秦港动力煤价格下行 (元/吨)	3
图 2: 动力煤长协价稳中有降 (元/吨)	3
图 3: 25H1 京唐港炼焦煤价格下降 (元/吨)	3
图 4: 25H1 天津港一级冶金焦价格下降 (元/吨)	3
图 5: 山西省产量 7 月同、环比下滑 (万吨)	4
图 6: 陕西原煤产量 7 月环比下滑 (万吨)	4
图 7: 内蒙古 7 月产量同、环比下滑 (万吨)	4
图 8: 新疆 7 月产量同比下降, 环比大幅下降 (万吨)	4
图 9: 印尼产量同比下降 (万吨)	5
图 10: 2025 年 3 月起进口量增速转负 (万吨)	5
图 11: 环渤海港口实现淡季去库存 (万吨)	5
图 12: 6 月起, 晋陕蒙 442 家煤矿产量同比下降 (万吨)	6
图 13: 火电发电量保持较高增速 (亿千瓦时)	7
图 14: 火电耗煤保持较高增速 (万吨)	7
图 15: 化工耗煤保持高增速 (万吨)	7

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 25H1 部分省份超产年化产量 2.3 亿吨	6
表 2: 25H1 煤炭板块上市公司基金持仓情况 (%)	8
表 3: 25H1 营业收入同比下降, 25Q2 营业收入同比下降、环比下降	9
表 4: 25H1 归母净利润同比下降, 25Q2 归母净利润同比下降、环比下降	10
表 5: 25H1 煤炭板块期间费用同比下降、费率同比上升	11
表 6: 25Q2 煤炭板块期间费用同环比下降、费率环比增长	12
表 7: 25H1 煤炭板块现金流情况	13
表 8: 25Q2 煤炭板块现金流情况	14
表 9: 25H1 煤炭板块资产负债率情况	15
表 10: 25H1 煤炭行业杜邦分析	16
表 11: 煤炭行业推荐标的	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048