

“反内卷”下，哪些煤炭个股值得关注(一)

【2025. 7. 25】

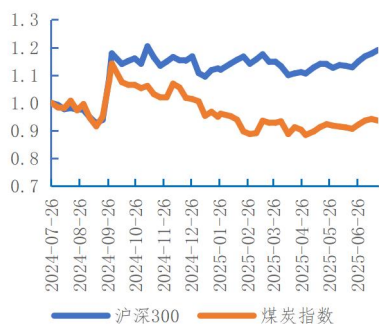
行业评级：看好

发布日期：2025. 7. 25

核心观点

- ◆ “反内卷”情绪仍在。7月24日，“反内卷”情绪复燃，煤炭(申万)行业经历冲高、回落后再上涨，当日收涨1.65%。
- ◆ 动力煤现货价格与动力煤指数基本亦步亦趋。参考2016年供给侧改革，动力煤市场价格在情绪带动下快速反弹，情绪宣泄后指数回归理性，在基本面得到确认后，动力煤指数与秦皇岛动力煤平仓价同步上涨。当前，正处于“反内卷”情绪宣泄阶段，动力煤指数或许会拉升一波，后面股价如何变动需要等基本面确定。
- ◆ 值得关注的个股。通过对18家动力煤上市公司多维度比较分析后，稳健型动力煤公司可关注：晋控煤业、陕西煤业；弹性型动力煤公司可关注：山煤国际、恒源煤电；一键参与众多煤炭公司，可关注：国泰中证煤炭ETF(515220.SH)，这是全市场唯一一只煤炭ETF。

煤炭行情走势图



数据来源：Wind 大同证券

大同证券研究中心

分析师：刘永芳

执业证书编号：S0770524100001

邮箱：

liuyongfang@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山

西世贸中心A座F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

风险提示

终端需求大幅回落，板块轮动加快，板块突发利空。

双焦期货价格指数自 2025 年 6 月 4 日起触底回升，特别是 7 月 21 日以来涨幅增大，煤炭“反内卷”情绪高涨，我们在上篇《“反内卷”开启煤炭夏季攻势》中分析了煤炭反内卷的必要性、与 2016 年供给的差异，以及煤炭基本面拐点日渐清晰和配置正当时。本篇我们先研究动力煤公司，分析哪些个股值得关注。

一、煤炭行情演绎

动力煤现货价格与动力煤市场指数基本亦步亦趋。2012 年煤炭十年黄金期结束后，供需宽松，产能过剩，秦皇岛动力煤价不断下跌，动力煤指数也同步下跌。

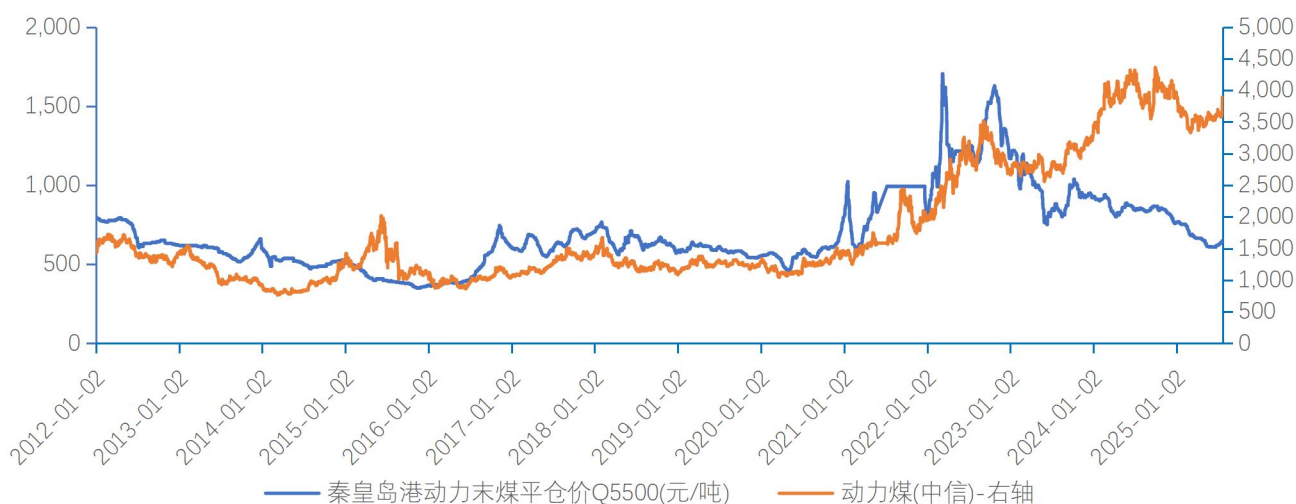
2015 年 11 月首次提出供给侧改革，供给情绪宣泄，带动动力煤指数迅速上涨，情绪宣泄完后，动力煤指数回归理性，2016 年煤炭行业成为改革重点领域，具体政策密集出台，供给缩减+需求不弱，秦皇岛动力煤价大幅拉升，在基本面得到确定后，动力煤指数再次上涨，供给一直持续到 2019 年，在此期间平仓价与动力煤指数两条线基本亦步亦趋。

2020 年疫情爆发，国内外防疫物资等需求激增，用电量加大，煤炭供给不足，中间出现过拉闸限电，动力煤平仓价和动力煤指数同步上涨，直至 2022 年底疫情防控全面放开。

2023-2024 年，动力煤平仓价和动力煤指数出现反向变动，主要与经济强预期弱现实、煤炭供需预期边际改善、俄乌冲突加剧等相关，叠加煤炭股息率较高，受到资金追捧，推高股价。

2025 年，“反内卷”被视为供给侧改革的 2.0 版，按规律来看，当前反内卷情绪高涨，动力煤指数或许会拉升一波，后面股价如何变动需要等基本面确定。

图表 1：秦皇岛动力末煤平仓价与动力煤指数



数据来源：Wind，大同证券

不同时间段，煤炭个股的涨跌不同。从公司主营业务划分，煤炭行业中从事动力煤业务的公司主要有 18 家，2012-2015 年煤炭基本面低迷，甘肃能化（68.81%）、新大洲 A（65.92%）

涨幅居前；2016-2019 年供给侧改革期间，陕西煤业（104.99%）、中国神华（57.75%）、山煤国际（57.56%）涨幅居前；2020-2022 年疫情期间，兖矿能源（277.38%）、晋控煤业（179.31%）、山煤国际（134.84%）涨幅居前；2023-2024 年经济偏弱，煤炭股息率较高，中国神华（80.52%）、新集能源（78.42%）、电投能源（70.04%）涨幅居前；今年以来，安源煤业（44.79%）、大有能源（40.82%）、新大洲 A（35.61%）涨幅居前。

图表 2：不同时间段动力煤个股涨跌幅

简称	涨跌幅(%)				
	2012-2015 年	2016-2019 年	2020-2022 年	2023-2024 年	今年以来
安源煤业	7.10	-51.71	7.45	39.27	45.02
大有能源	-48.03	-28.63	20.97	-30.56	41.16
新大洲 A	65.92	-66.83	-14.29	50.00	45.87
电投能源	-32.15	16.55	61.65	70.04	12.09
物产环能	——	——	-24.71	-12.26	10.43
晋控煤业	-53.31	-20.72	179.31	28.09	12.73
中煤能源	-27.44	-14.16	85.97	57.00	2.22
苏能股份	——	——	——	-28.27	1.96
昊华能源	-41.08	-33.88	63.81	46.41	2.04
郑州煤电	-27.86	-60.44	112.66	-14.09	1.15
甘肃能化	68.81	-44.73	36.41	-5.88	-0.20
兖矿能源	-54.92	36.33	277.38	2.19	-0.38
陕西煤业	10.32	104.99	147.15	49.34	-2.66
新集能源	19.04	-64.67	32.92	78.42	-3.34
中国神华	-28.72	57.75	95.20	80.52	-5.52
淮河能源	48.30	-58.48	-2.06	69.99	-7.56
山煤国际	-61.47	57.56	134.84	-4.55	-5.79
恒源煤电	-50.19	27.07	44.73	57.92	-17.87
动力煤(中信)	-26.89	16.11	110.71	47.44	-2.20

数据来源：Wind，大同证券

二、多维度解析煤炭个股

（1）公司概况

从市值上看，18 家煤炭公司中，中小市值公司居多，中国神华、陕西煤业、中煤能源、兖矿能源是大市值公司；

从业务构成和净利上看，电投能源的电解铝是第一大业务，物产环能没有矿井以煤炭流通为主，其余公司煤炭业务营收占比均在 60%以上；2025 第一季度受煤炭供需宽松、煤价下

滑的影响，同比均降低，部分企业净利率出现负值，像安源煤业、大有能源等。

从近期重大事件看，公司并购重组事件较多，符合国家优化产业结构、增强企业竞争力的战略，其中安源煤业在置换完成后主营业务发生变更，大有能源吸收合并子公司，电投能源收购公司内蒙白音华煤电等。

图表 3：动力煤公司概况

简称	市值 (亿元)	2025Q1 净利 润(亿元)	业务构成及 营收占比	近期重大事件
安源煤业	60.6	-1.2	煤炭销售(69%)、 自产煤炭(20%)	安源煤业将煤炭资产及负债与赣州金环磁选科技等值置换，完成后主营业务变更为磁选装备的研发、生产等
大有能源	99.2	-3.1	煤炭采掘(91%)、 其他业务(9%)	大有能源吸收合并全资子公司豫能投资，公司是河南能化集团下的唯一上市公司，承担整合资产的职能
新大洲 A	43.0	-0.3	煤炭(95%)、 其他业务(5%)	大股东大连和升提供 19.13 亿资金支持，缓解资金难题，公司成立江苏极电新材料公司，探索符合铝箔等新方向
电投能源	472.1	15.6	电解铝(52%)、 煤炭(34%)	公司拟收购白音华煤电 100%股权，白音华煤电主营业务涉及煤炭、铝及电力产品的生产与销售
物产环能	75.9	1.5	煤炭流通(93%)、 蒸汽(5%)	公司拟收购湖州南太湖电力科技有限公司 100%股权，太湖科技是热电联产的成熟企业
晋控煤业	257.9	5.1	煤炭(98%)、 煤炭副产品(1%)	启动收购晋能控股集团持有的潘家窑矿探矿权及相关资产，标的资产设计生产能力 1000 万吨/年
中煤能源	1,526.3	39.8	煤炭业务(85%)、 煤化工业务(11%)	公司控股股东中国中煤能源集团拟使用不超过 8000 万元进行增持，占总股本比例 2.00%
苏能股份	363.7	2.0	销售煤炭(54%)、 电力及热力(37%)	——
昊华能源	113.6	2.8	煤炭(90%)、化工 (9%)	——
郑州煤电	53.4	-0.6	煤炭(87%)、物资流 通(6%)	——
甘肃能化	142.9	0.5	煤炭(78%)、发电 (14%)	甘肃能化新设子公司拟实施兰州新区 2×1000MW 火电项目，注册资本 16 亿元
兖矿能源	1,163.6	27.1	煤炭(66%)、煤化工、 电力等(21%)	——
陕西煤业	2,065.0	48.0	原选煤(36%)、贸易 煤(36%)	——
新集能源	179.8	5.3	煤炭(61%)、电力 (39%)	控股股东中国中煤集团拟增持新集能源股份，增持总金额不低于 2.5 亿元，不高于 5 亿元
中国神华	7,486.1	119.5	煤炭收入(65%)、电 力收入(26%)	——
淮河能源	142.6	2.7	物流贸易(68%)、发 电(22%)	通过发行股份及支付现金的方式购买淮南矿业持有的电力集团 89.30%股权
山煤国际	205.4	2.5	贸易煤(39%)、冶金 煤(29%)	——
恒源煤电	87.1	0.3	煤炭(97%)、其他业 务(2%)	公司获取任楼煤矿深部资源，保有资源量 20851.40 万吨

数据来源：Wind，大同证券

（2）存货与产能利用率

从存货同比百分位看，该指标剔除了价格影响，用于反映同类公司中库存水平变化的幅度。2024 年，存货同比百分位中大有能源、晋控煤业、昊华能源、甘肃能化、兖矿能源、陕西煤业、中国神华、山煤国际都在 50%以上，表明在同类公司中库存同比增长较快，存货积压的速度高于其他公司，而安源煤业、新大洲 A、中煤能源等存货同比百分位较低；

从产能利用率看，以固定资产周转率指标代替产能利用率，反映公司的资源利用效率。对照比较，高存货同比百分位中晋控煤业、甘肃能化、兖矿能源、陕西煤业、中国神华、山煤国际的资产周转率较高，表明公司库存积压增多，但资源利用效率高、客户关系稳定性强；低存货同比百分位中安源煤业、中煤能源、苏能股份、恒源煤电的资产周转率高，表明公司库存积压增幅较低，资源利用效率高。

图表 4：煤炭公司存货同比百分比和固定资产周转率

简称	2024年存货同比百分位	存货同比百分位变化	2024年固定资产周转率	固定资产周转率变化
安源煤业	23.50%		1.46	
大有能源	70.50%		0.58	
新大洲A	5.80%		0.75	
电投能源	29.40%		1.08	
物产环能	76.40%		13.16	
晋控煤业	82.30%		1.66	
中煤能源	35.20%		1.59	
苏能股份	17.60%		1.07	
昊华能源	100.00%		0.83	
郑州煤电	41.10%		0.74	
甘肃能化	88.20%		1.07	
兖矿能源	58.80%		1.24	
陕西煤业	94.10%		2.05	
新集能源	47.00%		0.53	
中国神华	52.90%		1.32	
淮河能源	11.70%		3.08	
山煤国际	64.70%		1.57	
恒源煤电	0.00%		1.44	

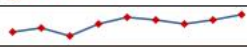
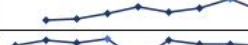
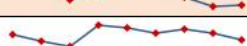
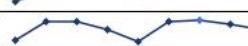
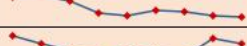
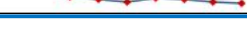
数据来源：Wind，大同证券

（3）资产质量与盈利能力

从资产质量角度看，2024 年绝大部分公司的资产负债率低于 60%，资产结构得到优化，其中，电投能源、晋控煤业、中煤能源、山煤国际等的资产负债率近几年连续下降。

从盈利能力角度看，2023 年以来动力煤产地价和港口价不断下滑，煤企销售毛利率基本遭遇压缩，2024 年安源煤业、大有能源、物产环能、淮河能源的销售毛利率为负值和个位数，其余公司的毛利率基本保持在 30%以上，其中电投能源、晋控煤业、新集能源、山煤国际等近几年的毛利率基本维持在高位。

图表 5：煤炭公司存货同比百分比和固定资产周转率

简称	2025Q1资产负债率 (%)	资产负债率变化	2025Q1毛利率 (%)	毛利率变化
安源煤业	99.89		-3.84	
大有能源	70.61		8.72	
新大洲A	62.33		23.40	
电投能源	24.14		35.53	
物产环能	44.32		7.23	
晋控煤业	24.12		38.59	
中煤能源	44.80		24.65	
苏能股份	53.72		25.92	
昊华能源	46.72		33.82	
郑州煤电	77.87		19.72	
甘肃能化	47.59		21.08	
兖矿能源	62.59		31.45	
陕西煤业	41.80		28.88	
新集能源	60.42		42.74	
中国神华	23.71		34.06	
淮河能源	43.25		6.81	
山煤国际	50.86		33.13	
恒源煤电	38.18		22.08	

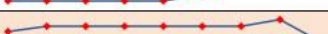
数据来源：Wind，大同证券

（4）估值与分红能力

从PB估值上看，安源煤业、新大洲A的PB值很高，处于近5年最高估值分位，另外大有能源、电投能源、中国神华、中煤能源、陕西煤业的PB值也处于近5年偏高位置。

从分红能力上看，2024年有5家公司的现金分红率为0，且在近年来分红率不稳定、有的甚至很少分红；而中国神华、物产环能、晋控煤业、昊华能源、兖矿能源、山煤国际等近年来的分红率保持在较高位置。

图表 6：煤炭公司估值和分红比例

简称	PB值(倍)	近5年PB分位数(%)	2024年现金分红比例(%)	现金分红比例变化
安源煤业	51.62	97.99	0.00	
大有能源	1.84	92.55	0.00	
新大洲A	21.84	100.00	0.00	
电投能源	1.37	81.66	35.67	
物产环能	1.42	30.16	45.32	
晋控煤业	1.35	44.56	45.00	
中煤能源	1.06	74.79	15.16	
苏能股份	2.37	52.14	60.67	
昊华能源	0.97	61.14	63.63	
郑州煤电	2.92	38.69	0.00	
甘肃能化	0.87	29.10	29.97	
兖矿能源	2.39	56.45	53.58	
陕西煤业	2.42	77.64	58.45	
新集能源	1.11	39.95	0.00	
中国神华	1.99	88.82	76.53	
淮河能源	1.21	79.10	0.00	
山煤国际	1.33	10.13	60.30	
恒源煤电	0.72	10.47	52.61	

数据来源：Wind，大同证券

三、值得关注的个股

综合上述对 18 家动力煤上市公司多维度比较分析后，稳健型动力煤公司可关注：晋控煤业、陕西煤业；弹性型动力煤公司可关注：山煤国际、恒源煤电；一键参与众多煤炭公司，可关注：国泰中证煤炭 ETF（515220.SH），这是全市场唯一一只煤炭 ETF。

图表 7：值得关注的动力煤个股

类型	公司简称	看点
稳健型	晋控煤业	①启动集团内部资源整合，降低同业竞争，2025 年开始收购集团内潘家窑探矿权及资产； ②产能利用率高，客户关系稳定，资产负债率低，毛利率维持在偏高水平，盈利能力强； ③PB 估值位于近 5 年 39%的偏低位置，分红率稳步提升，2024 年分红率为 45%；
	陕西煤业	①煤炭生产+煤炭贸易业务，资产周转率高，资源高效利用； ②资产负债率偏低，结构较优，2025Q1 毛利率 29%, 较为抗跌； ③估值处于偏高位置，但分红稳定且丰厚，2024 年分红率为 58.45%
弹性型	山煤国际	①在同类公司中存货积压较低，固定资产周转率快、产能利用率较高； ②资产负债率逐年降低，资产质量日益提升，公司抗跌能力强，毛利率维持在高位，下滑幅度较低； ③公司 PB 估值位于近 5 年 7.20%的极低位置，受三年分红行动方案影响，2024 年分红率 60%，未来分红率将继续保持 60%及以上；

	恒源煤电	①公司获取任楼煤矿深部资源，扩大资源保有量； ②在同类公司中存货积压很低，资产周转率较高，资产负债率向下优化，毛利率 22%保持在较高位置； ③公司 PB 估值位于近 5 年 8.63%的极低位置，弹性大，分红率稳步上升，2024 年分红率为 52.61%
ETF	煤炭 ETF (515220.SH)	①一键参与众多煤炭上市公司 ②全市场唯一一只煤炭 ETF

数据来源：Wind，大同证券

四、风险提示

终端需求大幅回落，板块轮动加快，板块突发利空。

证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10% ~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10% ~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/同花顺 iFinD/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具备一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

特别提示：

- 1、投资者应自主做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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
- 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。