

煤炭

2024 年 11 月 07 日

超配 (维持)

一年内行业与大盘对比走势：



证券分析师

杨鹏 13393033373

S0400522100001

yangpeng@cdzq.com

煤炭行业三季度总结

——下游需求回暖，行业业绩触底回升

研报摘要：

- **火电需求超出市场预期，煤炭价格稳步回升。**2024 年 6 月，国内水力发电量达到历史最高水平，导致火力发电需求出现了 7.4% 的显著下降。然而，进入 7 月后，随着水电产量的逐渐减少，火电需求迅速反弹。截止 9 月，火电的增长率已经超过了 8%。与此同时，8 月份-9 月份，全社会的用电量增长率也都超过了 8%，这一需求增长超出了市场的预期。在需求超预期的背景下，尽管煤炭行业在第三季度由于山西产量的增加而实现了产量的同比增长和环比增长，进口量也保持了大约 12% 的增长速度，但这些因素仍然推动了煤炭价格的稳步回升。
- **行业盈利下滑幅度收窄，龙头公司优势显现。**在第三季度，由于煤炭价格超预期上涨以及行业产量的回升，上市公司的业绩下滑幅度有所缓和，第一季度至第三季度的业绩下滑比例分别为 32%、26% 和 10%，上述数据显示行业业绩呈现持续改善趋势。此外，尽管整体行业利润仍在负增长，但从第二季度开始，那些长期合同占比较高的企业，如中国神华、陕西煤业和中煤能源等，它们的业绩已经开始显著超越行业平均水平，并率先实现了增长。这些企业的表现不仅为行业提供了稳定的分红投资信号，也为未来的投资方向提供了指引。
- **煤炭价格依旧是影响行业业绩的主要因素。**2024 年三季度 24 家 A 股上市公司自产煤销售收入均价为 676 元/吨，同比下降 2.63%，环比下降 3.08%，价格下滑仍是导致行业业绩下滑的最核心因素。与此同时，受益产量边际恢复，三季度上市企业吨煤成本环比有明显的降低，抵消了价格下滑的部分影响。考虑到第四季度依然偏高的煤炭价格以及四季度惯例的集中成本、费用计提，预计行业 2024 年第四季度煤炭板块盈利可能持平或略低于第三季度，但整体或已经进入中期的底部区域。
- **资本结构得到改善，资产负债率不断优化。**截止 2024 年第三季度，煤炭板块经营净现金流入同比基本持平，投资活动净现金流出增加，筹资现金流为负值表明上市公司偿还债务、进行股东回馈，绝对值提高表明在盈利向好下公司积极偿还过往债务，高分红回馈股东。此外，受益于行业景气度提升，企业盈利能力增强，公司资产结构持续优化，煤炭板块负债率由 2020 年的 49.2% 降低至 2024 年第三季度的 44.7%。
- **后期展望：**11 月份，煤炭需求将逐步进入传统旺季，在当前 850 元/吨左右的价格基础上，后续煤价易涨难跌，同时叠加年底的政策预期，基本面上行风险可能大于下行风险。同时，预判 2025 年的煤炭行业供需，在不考虑任何政策刺激变化的前提下，行业整体供需可能边际走弱，但参考 2024 年，煤炭的供需基本面的确定性与稳定性可能依然据全行业的前列。
- **风险提示：**(1) 产地供给超预期；(2) 下游需求不及预期；(3) 海外煤炭价格出现大幅波动；(4) 国家政策变化等。

目录

1. 下游需求回升，煤炭行情回暖	4
1.1 火电需求大幅提升，行业基本面超预期	4
1.2 安检政策影响逐渐降低，煤炭产量稳步提升	6
1.3 煤炭价格跌幅收窄，但整体行业依旧承压	7
2. 煤炭板块景气度有所提升，行业龙头继续领跑	8
2.1 前三季度行业业绩承压	9
2.2 第三季度煤炭行业业绩下滑幅度收窄	11
3. 煤炭价格下跌拖累行业业绩，成本管控能力重要性显现	12
3.1 煤炭企业业绩下滑，成本管控能力尤其重要	12
3.2 煤炭板块成本管控能力逐步提升	13
4. 行业整体现金流充足，资产结构逐步改善	14
4.1 经营性现金流同比基本持平，动力煤企业资本结构得到改善 ...	14
4.2 煤炭行业负债率持续优化	16
4.3 煤炭行业费用率持平微降，税率受政策影响提升	17
5. 投资建议	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 : 国内火力发电量变化情况	5
图 2 : 国内火力发电占总发电量比例变化情况	5
图 3 : 国内房地产新开工变化情况	5
图 4 : 国内固定资产投资变化情况	5
图 5 : 国内水泥产量变化情况	6
图 6 : 国内粗钢产量变化情况	6
图 7 : 国内原煤产量变化情况	7
图 8 : 国内煤炭进口数量变化情况	7
图 9 : 黄骅港动力煤(Q5500)价格变化情况	8
图 10 : 京唐港主焦煤库提价变化情况(元)	8
图 11 : 国内规模以上煤炭企业收入情况	9
图 12 : 国内规模以上煤炭企业利润情况	9
图 13 : 煤炭板块营业收入情况	10
图 14 : 煤炭板块归母净利润情况	10
图 15 : 煤炭上市公司收入占比情况	10
图 16 : 煤炭上市公司利润占比情况	11
图 17 : 规模以上煤炭企业前三季度营收情况	12
图 18 : 规模以上煤炭企业前三季度利润情况	12
图 19 : 煤炭板块前三季度营收情况	12
图 20 : 煤炭板块前三季度归母净利润情况	12
图 21 : 2023 年和 2024 年前三季度主要煤炭企业吨煤毛利润对比 ...	13
图 22 : 2023 年和 2024 年前三季度主要煤炭企业吨煤净利润对比 ...	13
图 23 : 2023 年和 2024 年前三季度主要煤炭企业吨煤成本对比	14
图 24 : 2024 年前三季度煤炭板块经营活动现金流大幅减少	15
图 25 : 煤炭细分板块经营净现金流除动力煤及焦炭外大幅下降(亿元)	15
图 26 : 煤炭板块经营现金流和收入匹配度保持高位	16
图 27 : 煤炭板块资产负债率情况	16
图 28 : 煤炭细分板块资产负债率情况	17
图 29 : 煤炭板块销售费用变化情况	17
图 30 : 煤炭板块管理费用变化情况	18
图 31 : 煤炭板块管理费用率和销售费用率变化情况	18
图 32 : 煤炭板块所得税率变化情况	18

1. 下游需求回升，煤炭行情回暖

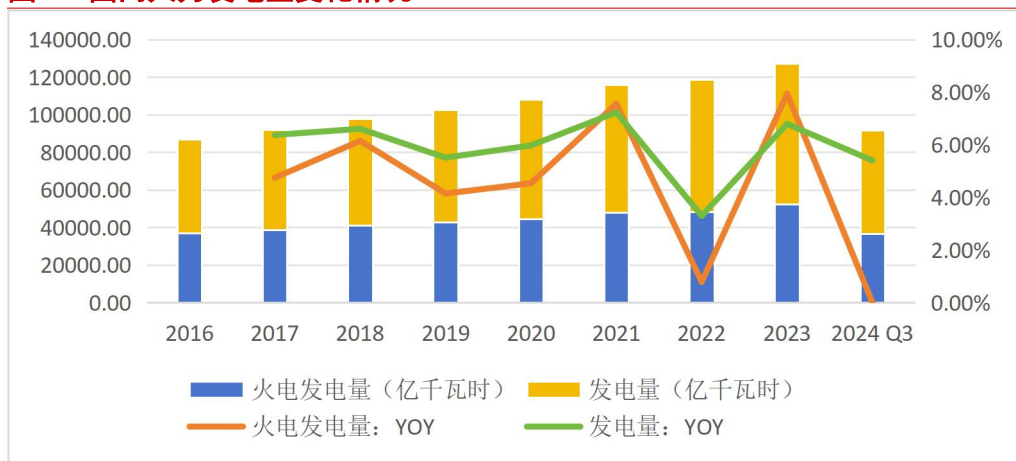
2024 年 6 月，国内水力发电量达到历史最高水平，导致火力发电需求出现了 7.4% 的显著下降。然而，进入 7 月后，随着水电产量的逐渐减少，火电需求迅速反弹。截止 9 月，火电的增长率已经超过了 8%。与此同时，8 月和 9 月，全社会的用电量增长率也都超过了 8%，这一需求增长超出了市场的预期。在这种需求的推动下，尽管煤炭行业在第三季度由于山西产量的增加而实现了产量的同比增长和环比增长，进口量也保持了大约 12% 的增长速度，但这些因素仍然推动了煤炭价格的稳步回升。9 月到 10 月，在煤炭需求传统淡季，煤炭价格仍然保持在 850 元/吨以上，这一价格水平远高于市场悲观预期的 800 元/吨以下，并且高于 2023 年同期的最低价格，这表明煤炭行业的供需关系已趋于稳定。

1.1 火电需求大幅提升，行业基本面超预期

根据国家统计局数据，2024 年前三季度全国发电量 7.1 万亿千瓦时，比上年增长 5.4%；其中火电发电量为 47438.8 亿千瓦时，同比增长 1.9%，占整体发电规模的 67.2%，仍是最主要的发电手段。8-9 月用电量增速近 9% 增长，水电快速边际走弱带动火电需求快速从 6 月的 -7.4% 增长大幅抬升至 9 月单月的 8.9% 增长，电力需求即使在当前无任何政策刺激背景下验证了远超其他行业的稳定性与确定性，而煤炭最大需求的火电也保持着超越市场预期的韧性。从全年来看，预计火电增速可能会达到 2.5-3%，明显超越年初市场给予 1% 左右的预期。

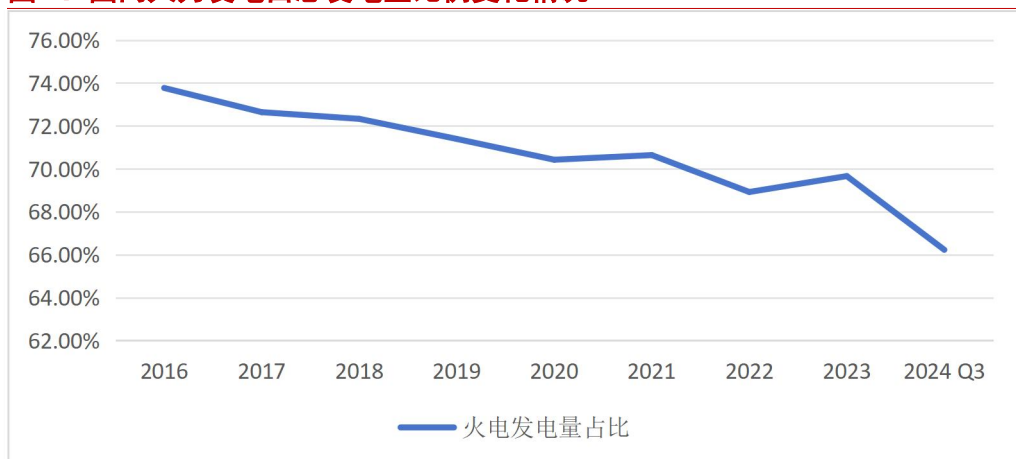
2024 年前三季度，国内房地产新开工 5.6 亿平方米，同比下降 22.2%；全国基础设施投资（不含电力）同比增长 9.3%，增速相比去年同期提高 0.62 个百分点。从非电煤的主要需求看，前三季度全国水泥累计产量 13.3 亿吨，同比幅下降 10.7%，累计和单月水泥产量均为 2011 年以来较低水平；钢铁累计粗钢产量 7.7 亿吨，同比下降 3.6%，降幅较第二季度有所扩大。

图 1：国内火力发电量变化情况



资料来源：国家统计局，财达研究

图 2：国内火力发电占总发电量比例变化情况



资料来源：国家统计局，财达研究

图 3：国内房地产新开工变化情况



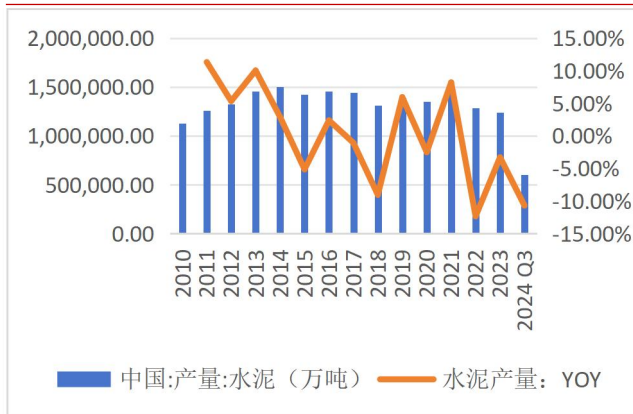
资料来源：国家统计局，财达研究

图 4：国内固定资产投资变化情况



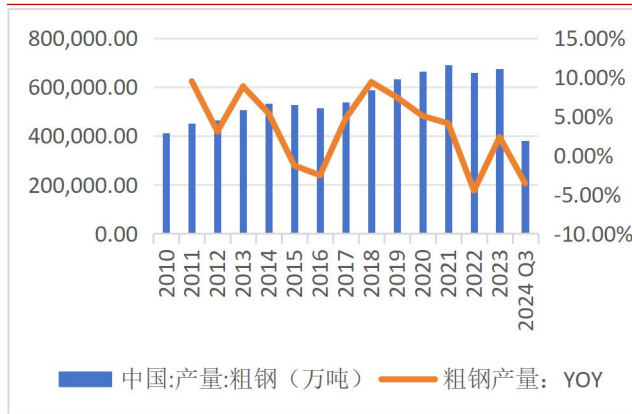
资料来源：国家统计局，财达研究

图 5：国内水泥产量变化情况



资料来源：WIND，财达研究

图 6：国内粗钢产量变化情况



资料来源：WIND，财达研究

1.2 安检政策影响逐渐降低，煤炭产量稳步提升

2024 年前三季度全国原煤产量为 34.8 亿吨，同比上升 0.60%。虽然原煤产量同比实现小幅提升，但受安检政策影响，其增速低于去年同期 2.4 个百分点。2024 年第三季度，国内实现原煤产量 12.0 亿吨，环比增长 4.3%，同比增长 6.0%。从边际的变化看，主要变化来自于山西区域，山西省 5 月中旬开始要求省内企业“增产”，2024 年第三季度，山西产量恢复到 3.46 亿吨，已经超过 2023 年季度平均的产量。

政策既要安全又要增产背景下，预计产量增长有限。根据实地调研，2024 年政策的核心定调为安全生产第一，4 月 1 日开始《煤矿安全生产条例》正式实施，强化了对煤矿主要负责人的责任追究，一旦发生事故，可能会面临司法机关的追究，而不仅仅是经济罚款。这种变化无疑加大了企业负责人的压力，促使他们在生产过程中更加重视安全问题，避免因超产而导致的严重后果。而《煤矿安全生产条例》要求煤矿的利用率最高为 110%，我们判断将会从长周期的角度压制煤炭的产量。

2024 前三季度，国内煤炭进口增速收窄。2024 年 1-9 月进口煤炭 3.9 亿吨，同比增长 11.9%，相较于 2023 年 1-9 月增速收窄 73.1%。分煤种看，2024 年前三季度，中国累计进口动力煤 1.3 亿吨，同比增长 21.5%；炼焦煤 8910.2 万吨，同比上涨 22.6%。2024 年第三季度，中国进口动力煤 4453 万吨，同比下降 4.5%，环比下降 8.3%；2024 年第三季度中国进口焦煤 3192 万吨，同比增长 16%，环比增长 5.2%。

从进口国家分析，最主要还是来源于印尼、俄罗斯、蒙古与澳大利亚，前三季度进口量分别为 4960 万吨、6601 万吨、5863 万吨、5781 万吨；增速分别为增长 0.2%、下降 16.6%、增长 24.6%、增长 67.8%。2024 第三季度，俄罗斯进口 2268 万吨，同比下降 19.4%，环比下降 9.8%；蒙古进口 2059 万吨，同比增长 9.2%，环比下降 4.4%；澳大利亚进口

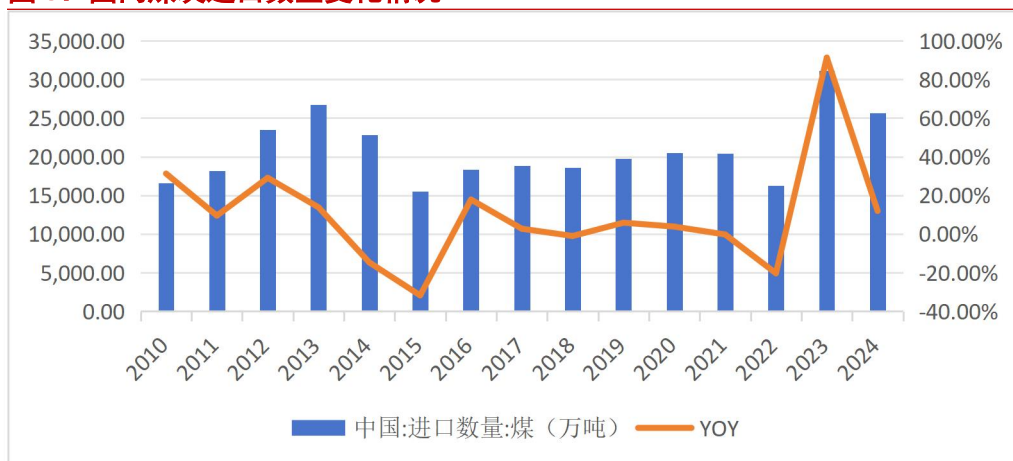
2116 万吨，同比增长 18.2%，环比增长 1.8%；印尼进口 1864 万吨，同比增长 13.12%，环比增长 32.15%。

图 7：国内原煤产量变化情况



资料来源：WIND，财达研究

图 8：国内煤炭进口数量变化情况



资料来源：WIND，财达研究

1.3 煤炭价格跌幅收窄，但整体行业依旧承压

2024 年前三季度，受安检政策压制原煤产量增速下滑，前三季度黄骅港动力煤(Q5500)均价为 875.66 元/吨，同比变化下降 10.48%，其中一季度均价为 897.35 元/吨，同比变化下降 24.79%；二季度均价为 859.85 元/吨，同比变化下降 6.5%；三季度均价为 858.09 元/吨，同比变化下降 2.1%。

2024 年前三季度，焦煤价格均价为 2126.14 元/吨，同比基本持平。其中一季度均价为 2414.10 元/吨，同比变化下降 4.15%；二季度均价为 2091.94 元/吨，同比变化增长 8.04%；三季度均价为 1893.79 元/吨，同比变化下降 10.98%。

图 9：黄骅港动力煤（Q5500）价格变化情况



资料来源：WIND，财达研究

图 10：京唐港主焦煤库提价变化情况（元）



资料来源：WIND，财达研究

2. 煤炭板块景气度有所提升，行业龙头继续领跑

随着煤炭价格在 2024 年第三季度的超预期，叠加行业产量的恢复，上市企业业绩降幅继续收窄。2024 年第一季度到第三季度，行业业绩下滑幅度为 32%、26%、10%，降幅持续收窄。更为重要的是，在行业利润依然明显负增长背景下，从第二季度开始，长协占比高的中国神华、陕西煤业、中煤能源等红利龙头业绩大幅度跑赢行业，已经率先恢复增长，已经指明了未来稳定红利的投资方向。

2.1 前三季度行业业绩承压

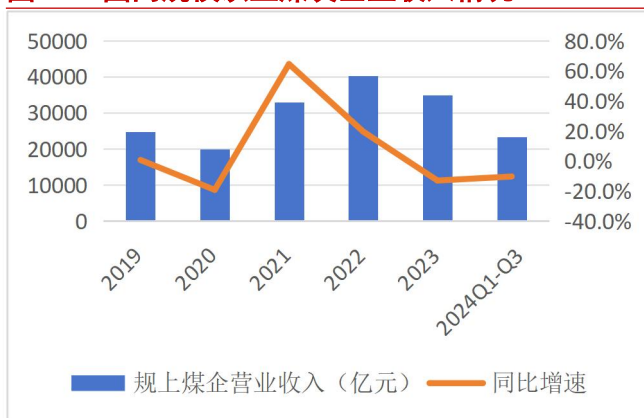
2024 年前三季度煤价在经济下行压力的影响下持续回落，行业盈利能力继续下降，但可能已经达到底部区域。申万煤炭 2024 第三季度，实现营收 3569 亿元，同比下滑 4.54%，环比提升 1.98%；实现归母净利润 396 亿元，同比下滑 9.6%，环比提升 3.4%。我们认为煤炭行业前三季度经历了压力最大的淡季和旺季，在煤价逐步下台阶背景下，整体业绩较 2023 年同期依然有所下降，但预计已经到达底部区域。

2024 第一季度到第三季度，煤炭板块业绩分别同比下滑 32%、26%、10%，行业龙头的业绩领跑，或已经指明了未来的方向。前三季度在行业利润下滑超 10% 的背景下，也非常明显的突出了长协占比高的中国神华、陕西煤业、中煤能源第三季度业绩继续大幅度跑赢行业（第三季度单季度盈利分别增长 10.5%，增长 17.1%、下滑 0.6%），反映出了行业龙头企业长协占比高，产业链一体化熨平周期的特点，而多数行业企业在市场煤占比较大背景下，盈利与煤价的波动紧密关联。

行业盈利下滑，主要还是来源于价格，但第三季度同比降幅已经收窄。以秦皇岛 Q5500 价格为例，2024 年第一季度的同比降幅达 20%；第二季度价格的同比降幅收窄至 7%，而第三季度同比降幅仅为 2.1%，预计后续价格对于盈利的压力将会趋缓。

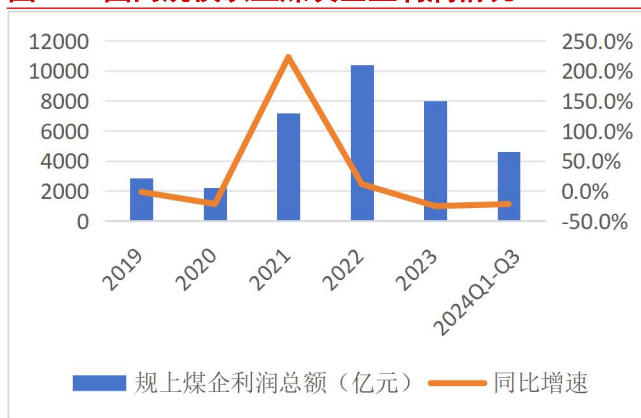
上市公司 2024 年前三季度业绩相对行业基本持平。从煤炭 A 股上市企业视角，申万煤炭板块 2024 年前三季度实现收入规模合计 10673 亿元，同比下滑 8.1%，实现归母净利润 1191 亿元，同比下滑 22.4%。第三季度，申万煤炭板块实现营收 3569 亿元，同比下滑 4.54%，环比提升 1.98%；实现归母净利润 396 亿元，同比下滑 9.6%，环比提升 3.4%。

图 11：国内规模以上煤炭企业收入情况



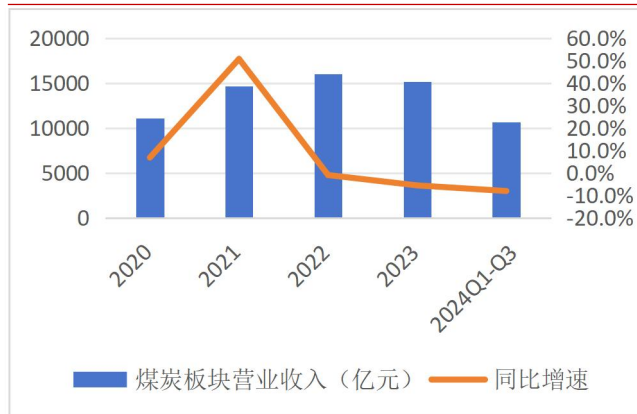
资料来源：WIND，财达研究

图 12：国内规模以上煤炭企业利润情况



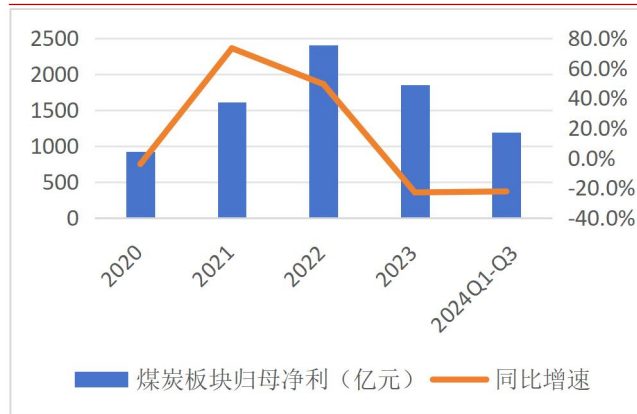
资料来源：WIND，财达研究

图 13：煤炭板块营业收入情况



资料来源：WIND，财达研究

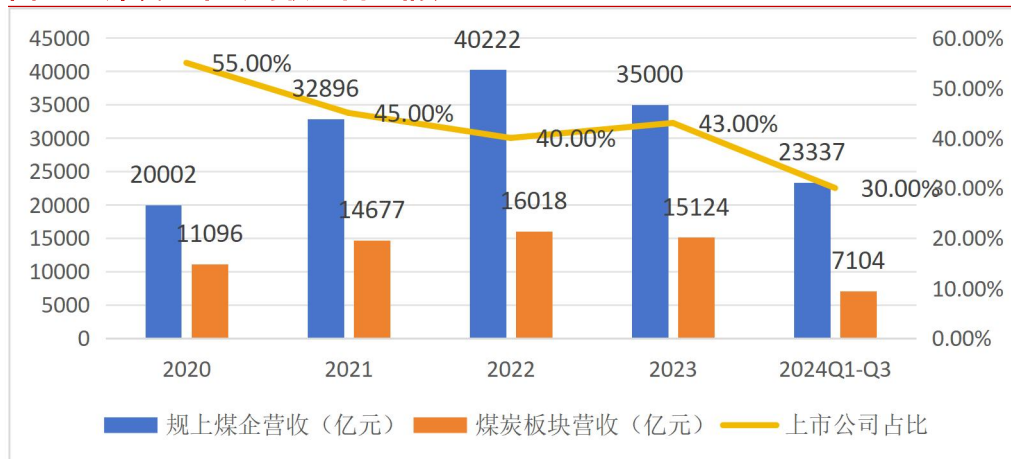
图 14：煤炭板块归母净利润情况



资料来源：WIND，财达研究

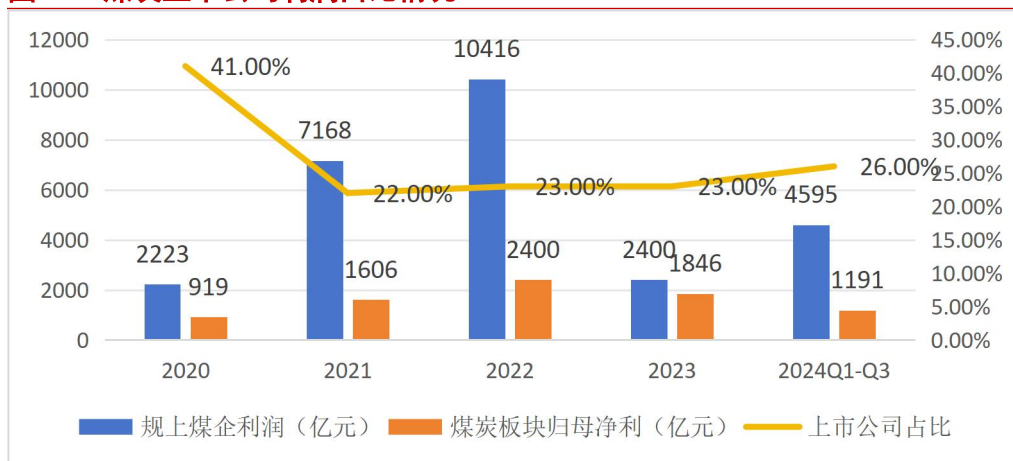
2024 年前三季度上市公司占全行业营收比重下滑，利润比重上升，因上市企业煤炭生产标准更高，受安监影响较同行非上市中小企业比较小。将上市公司数据与全行业数据比较，2024 年前三季度煤炭板块营业收入占行业比重 30%，下降 13pct，利润占行业比重 26%，上升 3pct。第三季度煤炭板块营业收入占行业比重 46%，上升 3pct，利润占行业比重 28%，上升 5pct。利润占比预计 2024 年在安监压力继续维持的背景下，上市企业继续保持相对优势。

图 15：煤炭上市公司收入占比情况



资料来源：WIND，财达研究

图 16：煤炭上市公司利润占比情况



资料来源：WIND，财达研究

2.2 第三季度煤炭行业业绩下滑幅度收窄

2024 年前三季度煤炭行业业绩同比大幅下滑，但三季度业绩下滑幅度收窄。2024 年第三季度全国煤炭行业实现收入 7751 亿元，同比下降 3.1%、环比下降 1.7%；利润总额 1427 亿元，同比下降 14%、环比下降 13%。煤炭行业收入和利润总额都出现不同程度的环比下滑。

第三季度煤炭板块（申万）实现营收 3569 亿元，同比下滑 4.54%，环比提升 1.98%；第三季度实现归母净利润 396 亿元，同比下滑 9.6%，环比提升 3.4%。环比均转正，收入增速明显小于利润增速。价格持续下行是 2024 年第三季度煤炭营收和业绩同比下滑的主要原因。

2024 年前三季度煤炭细分板块营收、净利均大幅下降；动力煤板块下滑幅度最小。从细分板块来看，动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭板块 2024 年前三季度收入规模合计分别为 7410、270、1990、554 亿元，同比变化分别为下降 6.3%、13.5%、9.3%、11.4%，归属母公司股东的净利润规模合计分别为 990、25、152、-20 亿元，同比变化分别降低 12.3%、58.4%、46.5%、263.7%。单从第三季度情况看，动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭板块 2024 年第三季度收入规模合计分别为 2495、115、668、195 亿元，同比变化分别为-6%、+1%、-5.4%、-7.1%，环比变化分别为+1.3%、-1.1%、-0.7%、+8.8%；归属母公司股东的净利润规模合计分别为 350、9、40、-4 亿元，同比变化分别为-0.8%、-53.2%、-43.4%、-229.5%，环比变化分别为+7.3%、-25.5%、-24.7%、-48.9%。

图 17：规模以上煤炭企业前三季度营收情况



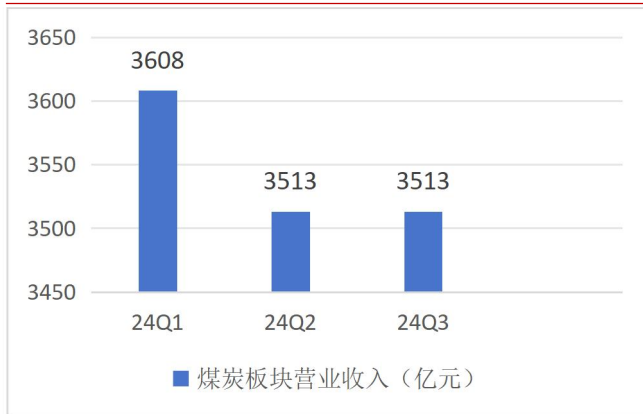
资料来源：WIND，财达研究

图 18：规模以上煤炭企业前三季度利润情况



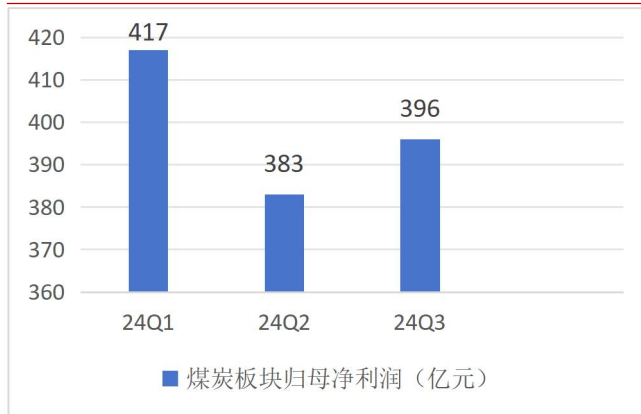
资料来源：WIND，财达研究

图 19：煤炭板块前三季度营收情况



资料来源：WIND，财达研究

图 20：煤炭板块前三季度归母净利润情况



资料来源：WIND，财达研究

3. 煤炭价格下跌拖累行业业绩，成本管控能力重要性显现

2024 年第三季度 24 家 A 股上市公司自产煤销售收入均价为 676 元/吨，同比下降 2.63%，环比下降 3.08%，煤炭价格下跌是导致行业业绩下滑的最核心因素。同时，受益产量的边际恢复，第三季度上市企业吨煤成本环比有明显的降低，抵消了价格的部分影响。考虑到 2023 年第四季度依然偏高的价格基础及四季度惯例的集中成本、费用计提，预计行业 2024 第四季度盈利可能持平或略低于第三季度，但整体或已经进入中期的底部区域。

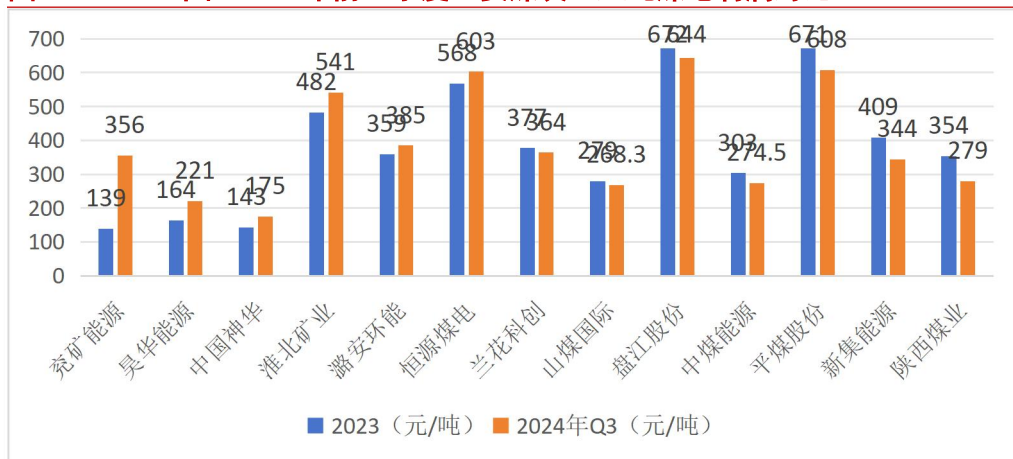
3.1 煤炭企业业绩下滑，成本管控能力尤其重要

根据我们对煤炭开采企业自产煤业务进行分析，2024 年第三季度，24 家 A 股上市公司自产煤销售收入均价为 676 元/吨，同比下降 2.63%，

环比下降 3.08%；吨煤成本约 389 元/吨，同比上升 1.70%，环比下降 0.92%；吨煤毛利 287 元/吨，同比下降 7.94%，环比下降 5.86%。

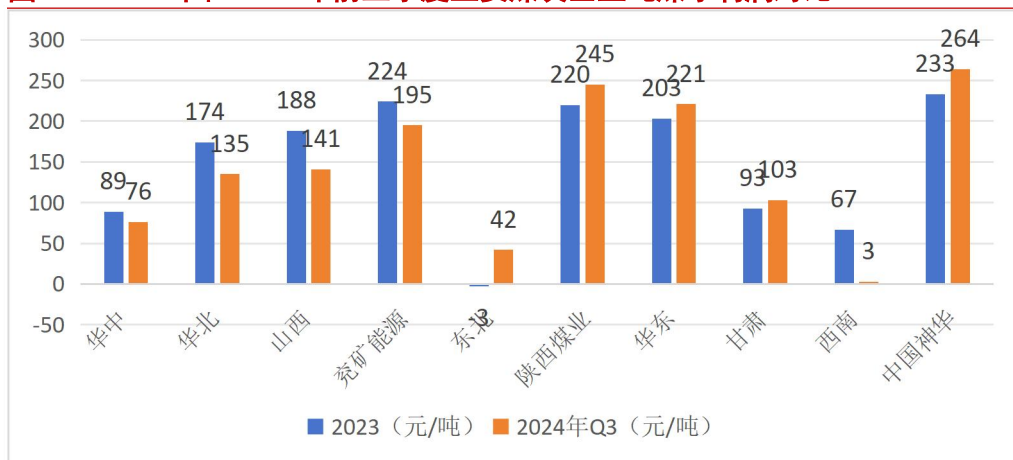
根据我们对煤炭上市公司按区域划分后与各个大型企业进行对比，对单位毛利和单位净利（还原减值和营业外收支后）进行计算，行业内龙头公司优势明显。

图 21：2023 年和 2024 年前三季度主要煤炭企业吨煤毛利润对比



资料来源：WIND，财达研究

图 22：2023 年和 2024 年前三季度主要煤炭企业吨煤净利润对比



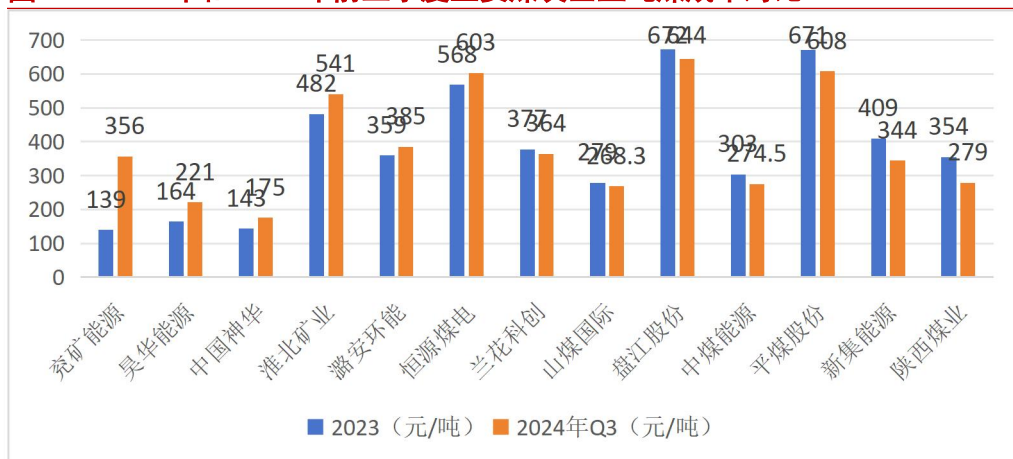
资料来源：WIND，财达研究

3.2 煤炭板块成本管控能力逐步提升

在选取的 13 家 A 股样本煤炭开采上市公司中，有 9 家单位销售成本提升，成本提升主因：1. 原材料成本提升；2. 人工工资增加，人工成本提升；3. 安全维检费等计提增加。4. 产量下滑带来的单位成本上升。其中成本涨幅高于 15% 的公司有：恒源煤电(+48%)、盘江股份(+18%)、兰花科创(+19%)。成本跌幅高于 15% 的公司有：陕西煤业(-21%)、兖矿能源(-23%)、中煤能源(-37%)。综合来看行业成本分化明显。

区域成本与龙头煤企进行对比可知，甘肃、山西、华中、华北、电投能源的成本下降，其他成本均有所上升。区域分类标准为：山西(华阳股份、潞安环能、山西焦煤、山煤国际等 8 家上市煤企)、华中(平煤股份、郑州煤电、安源煤业、ST 大有)、华东(上海能源、恒源煤电、新集能源、淮北矿业)、华北(昊华能源、冀中能源)、西南(盘江股份)、东北(辽宁能源)、甘肃(甘肃能化)。除此之外，龙头煤企分别选择中国神华、陕西煤业、兖矿能源。

图 23：2023 年和 2024 年前三季度主要煤炭企业吨煤成本对比



资料来源：WIND，财达研究

4. 行业整体现金流充足，资产结构逐步改善

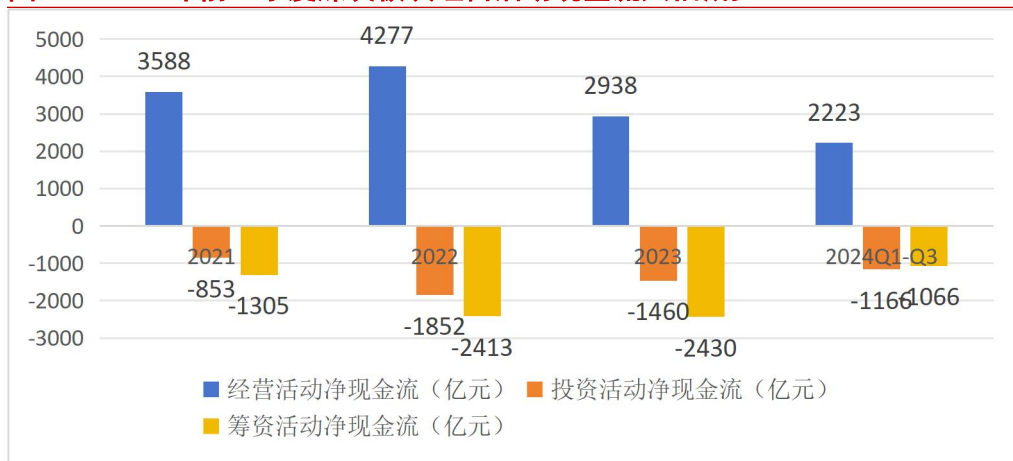
4.1 经营性现金流同比基本持平，动力煤企业资本结构得到改善

截止 2024 年第三季度，煤炭板块经营、投资、筹资活动净现金流合计分别 2223、-1166、-1066 亿元，同比变化-5%、18%、-46%。第三季度，煤炭板块经营、投资、筹资活动净现金流分别 853、-374、-661 亿元，同比变化 1.1%、15.9%、22.1%，环比变化-9%、-1.4%、-55.7%。经营净现金流入同比基本持平，投资活动净现金流出增加，筹资现金流为负值表明上市公司偿还债务、进行股东回馈，绝对值提高表明在盈利向好下公司积极偿还过往债务，高分红回馈股东。2024 年前三季度收回投资收到现金 126 亿元，同比减少 5%，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 583 亿元，同比减少 5%；

从细分板块来看，动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭 2024 年前三季度经营净现金流分别为 1845、35、275、6 亿元，同比分别变化+4%、-50%、-33%、+28%。动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭 2024 年前三季

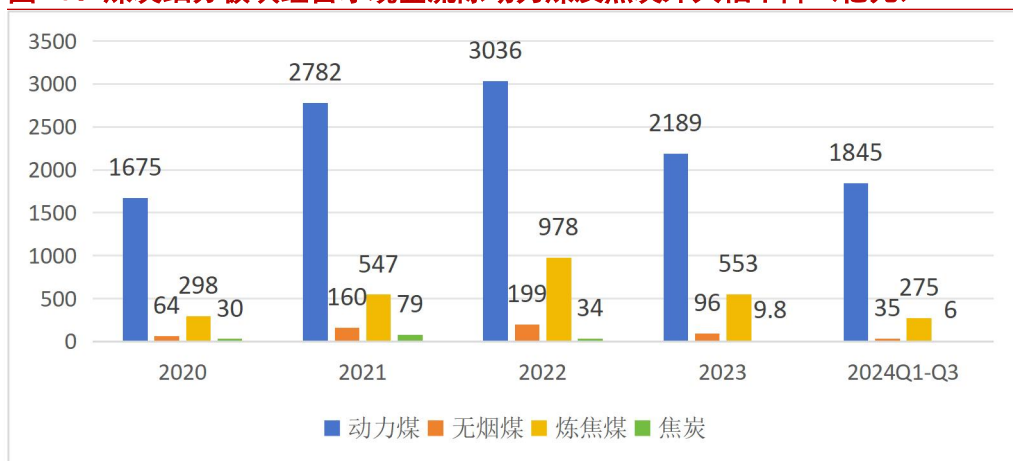
度经营净现金流/营业收入比分别为 29.5%、35.6%、27.8%、1.8%。第三季度动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭经营净现金流分别为 723、37、82、8 亿元，同比分别变化+7.5%、+102%、-49.5%、-29.5%，环比变化分别为-3.1%、-10.3%、-47.7%、-1174.5%。

图 24：2024 年前三季度煤炭板块经营活动现金流大幅减少



资料来源：WIND，财达研究

图 25：煤炭细分板块经营净现金流除动力煤及焦炭外大幅下降（亿元）



资料来源：WIND，财达研究

图 26：煤炭板块经营现金流和收入匹配度保持高位



资料来源：WIND，财达研究

4.2 煤炭行业负债率持续优化

受益于行业景气度提升，企业盈利能力增强，公司资产结构持续优化，煤炭板块负债率由2020年的49.2%降低至2024年第三季度的44.7%。从细分板块来看，截止2024第三季度，动力煤、无烟煤、炼焦煤、焦炭资产负债率分别为41.4%、51.9%、51.4%、55.5%，同比变动+1.37、+0.87、+1.05、-4.77pct。

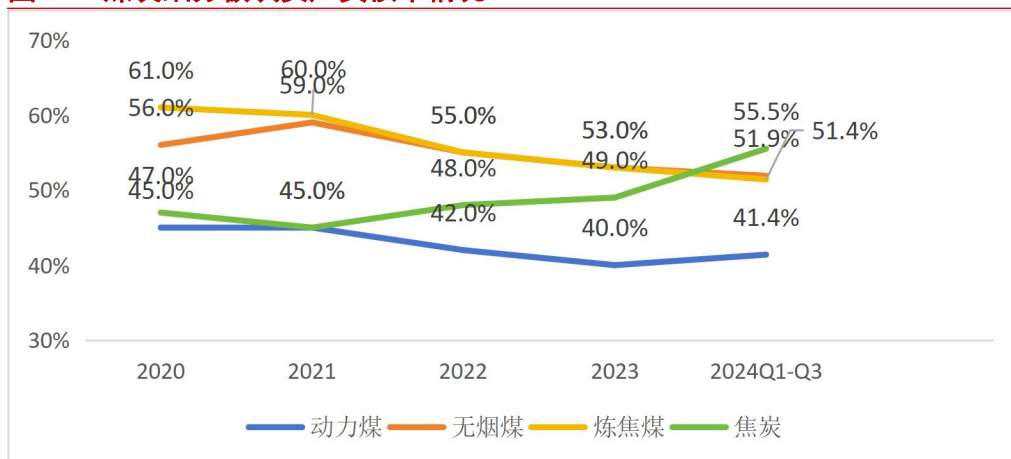
煤炭板块2024年前三季度末货币资金总额为5154亿元，较2023年末的4922亿元增加232亿元。2024年前三季度全年板块财务费用规模合计123.3亿元，上市公司2019年以来财务费用率不断优化，至2024年前三季度已降至1.2%，且部分煤企利息收入已经大于支出。

图 27：煤炭板块资产负债率情况



资料来源：WIND，财达研究

图 28：煤炭细分板块资产负债率情况



资料来源：WIND，财达研究

4.3 煤炭行业费用率持平微降，税率受政策影响提升

2024 年前三季度，煤炭板块销售费用和管理费用分别为 47、301 亿元，同比变化-12.5%、+5.4%，2024 年前三季度管理费用率和销售费用率分别为 4.3%、0.7%，费用率对比 2023 年年底增长 0、-0.5pct。第三季度管理费用率和销售费用率分别为 4.3%、0.8%，费用率环比增长 0、0.03pct。

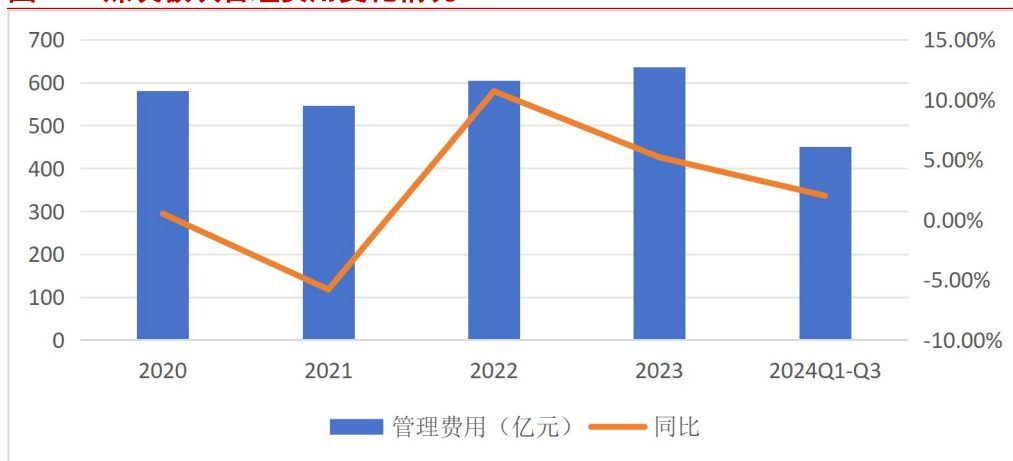
2024 年前三季度煤炭板所得税率（所得税/利润总额）20.7%，对比 2023 年年底的 21.4%下降 0.7pct。

图 29：煤炭板块销售费用变化情况



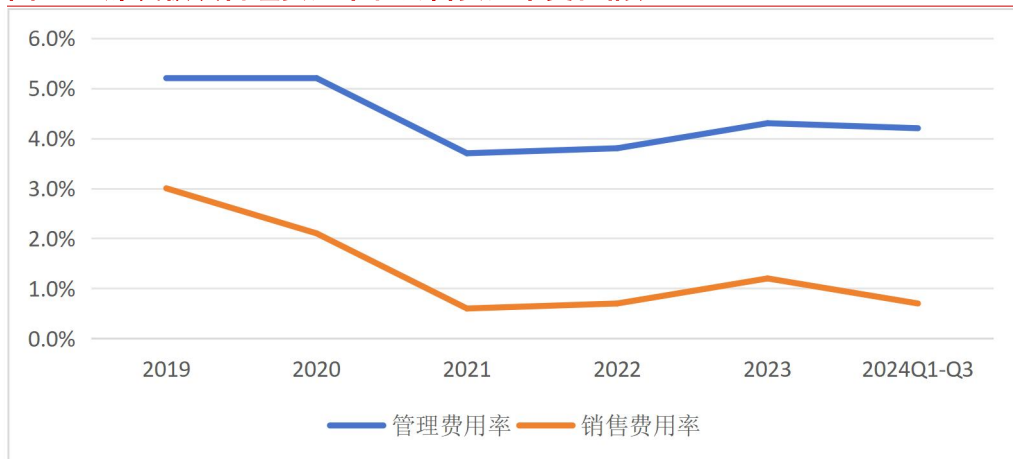
资料来源：WIND，财达研究

图 30：煤炭板块管理费用变化情况



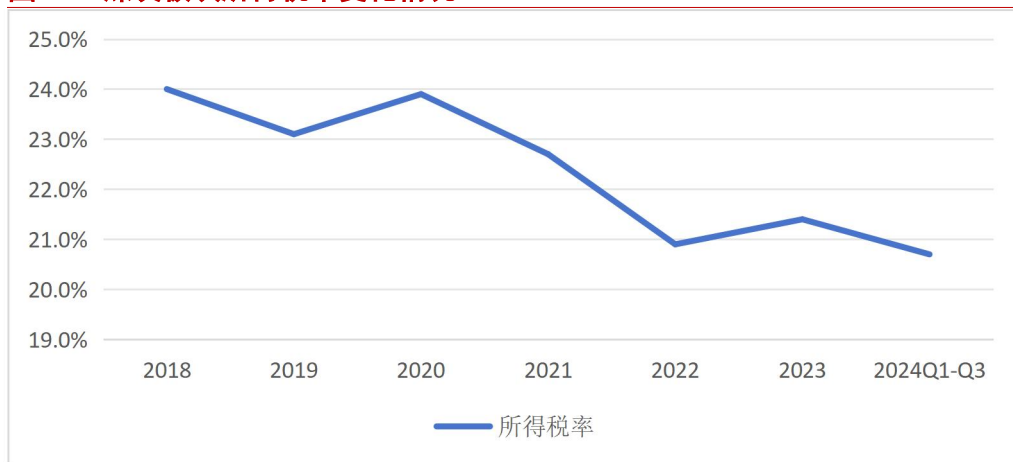
资料来源：WIND，财达研究

图 31：煤炭板块管理费用率和销售费用率变化情况



资料来源：WIND，财达研究

图 32：煤炭板块所得税率变化情况



资料来源：WIND，财达研究

5. 投资建议

根据披露的基金三季报情况来看,煤炭板块基金重仓占比从第二季度的 1.5%快速下降至 1.2%,煤炭十大重仓持股占基金市值比也从第二季度的 0.59%下降至 0.40%。考虑到国庆后第一周指数大涨,煤炭板块冲高回落,预计当前整体持仓情况较三季报披露的继续有所下降。所以实际来看,当前煤炭板块基金重仓已经回落至 2020 年以来的中值水平,以中国神华为例,第三季度基金重仓占流通股比例只有 1%,市场之前担忧的交易拥挤度等话题已经无需讨论。

目前,推动煤炭板块持续上行的主力资金并不是公募,而是保险等长线类资产,同时也更为符合政策倡导的耐心资本投资方向。当前来看煤炭行业供需格局稳态化带来的未来盈利的清晰度及可预见性都是非常强的,同时煤炭行业缺乏新增资本开支方向,分红长期提升的趋势不改。在海内外利率周期中期下行的背景下,红利资产的投资吸引力仍在。

展望 2024 年四季度,随着煤炭需求即将在 11 月中旬逐步进入旺季,在当前 850 元/吨左右的价格基础上,后续煤价易涨难跌,同时叠加年底的政策预期,基本面上行风险可能大于下行风险。同时前瞻性的预判 2025 年的煤炭行业供需,即使不考虑任何政策刺激变化,虽然可能供需边际走弱,但参考 2024 年,煤炭的供需基本面的确定性与稳定性可能依然据全行业的前列。近期,煤炭板块出现大幅反弹,主要是由于年初至今,整个行业大幅跑输指数。在股市情绪稳定后,资金将重点关注市场估值洼地以及滞涨板块,如煤炭、电力、公共事业和银行等板块。

6. 风险提示

- (1) 产地供给超预期;
- (2) 下游需求不及预期;
- (3) 海外煤炭价格出现大幅波动;
- (4) 国家政策变化等。

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

财达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 www.s10000.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
【行业指数评级】	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
【公司股票评级】	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

法律声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。