



Research and
Development Center

以史为鉴看煤价双轨制

煤炭行业专题报告

2018年7月26日

郭荆璞	能源行业首席分析师
左前明	研究助理
周 杰	研究助理
王志民	研究助理

证券研究报告

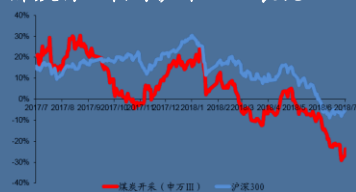
行业研究——专题报告

煤炭行业



上次评级: 看好, 2018.07.02

煤炭行业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

左前明 研究助理

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 研究助理

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

王志民 研究助理

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

以史为鉴看煤价双轨制

煤炭行业专题报告

2018年7月26日

本期内容提要:

- ◆ **回顾历史,我国煤炭价格的定价机制受市场和政策影响。**根据我国煤炭价格发展历史,可以将煤炭价格形成机制划分为四个阶段,即1953~1984年的完全计划经济定价阶段、1985~2012年的价格双轨制阶段、2013~2016年的完全市场化阶段和2017年至今的“锁定基础价+浮动价”的中长协与市场价并行的价格双轨制阶段。
- ◆ **价格双轨制等形式的价格管制对煤炭价格的影响偏短期,中长期仍为供需决定价格。**结合历史上的价格政策和煤炭价格的走势看,价格双轨制以及对市场煤的价格管制,对短期市场价格波动产生一定影响,但对中长期趋势影响有限(2003~2008年、2016~2018年),煤炭价格的最终走势仍然决于供需。
- ◆ **历史证明价格双轨制存在诸多弊端。**通过梳理过往价格双轨制对行业和煤炭价格的影响可以看出,双轨制容易滋生行业乱象,导致价格信号失灵、投资匮乏和供给释放乏力,并加剧市场煤炭价格的波动。国务院曾在2013年《关于深化电煤市场化改革的指导意见》中明确取消重点合同,取消电煤价格双轨制,要求煤炭企业和电力企业自主协商确定价格。
- ◆ **当前煤炭板块预期差强,业绩增长确定性高,估值修复空间大,维持行业“看好”评级。**在2016年实施中长协制度以来,煤价中枢在供需缺口持续扩大的背景下不断上移。在煤价持续高位且中枢不断上扬背景下,板块业绩增长确定性高,估值却错杀处在了历史底部,修复空间较大。下半年尤其是三季度重点关注板块的估值修复。**在业绩超预期和估值提升下,煤炭板块迎来历史性投资机会,维持行业“看好”评级。**鉴于能源供需趋紧,所以我们继续强调动力煤、无烟煤细分板块的高确定性和炼焦煤细分板块由此引发的高弹性,因此建议弱化个股,对煤炭板块进行整体性配置。动力煤关注**兖州煤业(重点推荐)**、**陕西煤业(重点推荐)**、**中国神华(重点推荐)**、阳泉煤业、大同煤业等,炼焦煤关注**西山煤电**、**平煤股份**、**潞安环能**、**冀中能源**、**开滦股份**、**盘江股份**等煤炭上市公司。同时关注山西国改相关标的,阳泉煤业、西山煤电和大同煤业。
- ◆ **风险因素:** 贸易战大幅升级,宏观经济大幅失速下滑。

目录

我国煤炭价格定价机制历史沿革	1
1、完全计划价格阶段（1953-1984年）：国家制定煤炭价格，实行价格单轨制	2
2、价格双轨制阶段（1985-2012年）：市场价和计划价格并存	2
2.1、统一的煤炭价格双轨制（1985-1992年）	2
2.2、电煤的价格双轨制（1993-2001年）	3
2.3、煤电市场化探索后的价格双轨制（2002-2012年）	3
3、完全市场化定价阶段（2013~2015年）	4
4、“基础+浮动”的中长协”形式的价格双轨制阶段（2016年至今）	4
双轨制对煤炭价格的影响分析	5
煤炭价格双轨制的弊端	5
1、“同质不同价”滋生行业乱象	5
2、价格管制容易导致价格信号失灵，社会投资匮乏、供给增长乏力	6
3、价格双轨制加剧市场煤在淡旺季之间的波动	8
投资建议	9
风险因素	9

图目录

图 1：煤炭价格定价机制历史沿革	1
图 2：2003~2018 秦皇岛港山西优混平仓价（元/吨）	5
图 3：1990~2005 年煤炭市场价与电煤价走势（元/吨）	6
图 4：2017 年以来神华年度、月度长协价及市场价走势（元/吨）	6
图 5：2000~2016 年煤炭行业与电力行业人均利润（亿元，万元/人）	7
图 6：煤炭开采洗选业固定资产投资完成额（亿元，万元/人）	8
图 7：2009 年以来秦港 Q5500 动力煤价走势及环比变化率（元/吨）	9
图 8：2009 年以来秦港 Q5500 动力煤价年内最大价差（元/吨）	9

我国煤炭价格定价机制历史沿革

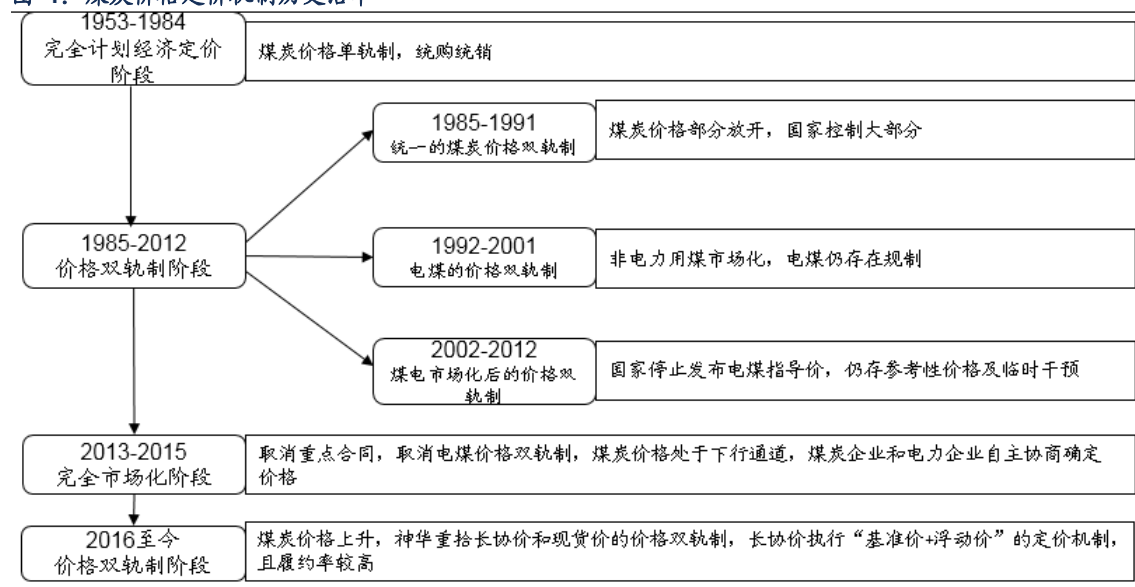
从历史看，我国煤炭价格定价机制主要有两种：一是经由市场供求关系而确定的价格，二是经由国家干预而形成的价格，而煤炭价格的确定实质上体现了市场与政府在该领域的内在关系。根据我国煤炭价格的发展历史，可以将煤炭价格形成机制划分为四个阶段，即 1953~1984 年的完全计划经济定价阶段、1985~2012 年的价格双轨制阶段、2013~2015 年的完全市场化阶段和 2016 年至今的价格双轨制阶段。

所谓价格双轨制指同种商品国家干预定价和市场调节价并存的价格管理制度。其特点是同时存在体制内和体制外两种价格体制。

双轨制存在很多弊端，一方面，双轨制类似于同一条道路上同时实施可以靠左行驶和靠右行驶的双重规则，这必然会导致撞车和混乱。另一方面，双轨价格的并存容易助长计划内外的倒买倒卖和权力寻租现象，造成腐败蔓延。但是双轨制的实施是当时中国经济形势下所产生的一个必然结果，它的存在有一定合理性。虽然在其实施过程中付出了不小的代价，但这种代价是转型过程所必需的，制度的变革往往是一个痛苦的过程。

图 1 展现了历史上我国煤炭价格的定价机制沿革

图 1: 煤炭价格定价机制历史沿革



资料来源：信达证券研发中心整理

1、完全计划价格阶段（1953-1984 年）：国家制定煤炭价格，实行价格单轨制

国家为保证市场稳定，这个时期内国家制定全国统一计划价格指数，采用了煤炭低价政策。定价的依据是与其他主要生产资料的比价，没有与市场联系。随着经济的发展，煤矿开采规模和机械化水平提高，资源条件发生变化，煤炭生产成本相应提高，出现了全行业的亏损。

在这一阶段采用价格单轨制的好处是，可以有效避免煤炭价格变化，对于协调煤炭产运需三方关系、保证完成国家煤炭分配计划、满足煤炭用户基本需要等。但另一方面，煤炭价格长期低于煤炭资源本身的价值，从而导致煤炭企业的利润转到了其他部门，影响国民经济各部门协调发展。其次，煤炭作为重要的能源物质，煤炭价格长期过低，不利于高耗能企业的节能管理。此外，在煤炭低价政策下，煤炭企业长期处于微利或亏损状况，使企业丧失了长远发展的能力。

2、价格双轨制阶段（1985-2012 年）：市场价和计划价格并存

这一期间又分为统一的煤炭价格双轨制（1985~1992 年）、电煤的价格双轨制（1993~2001 年）和煤电市场化改革探索后的价格双轨制（2002-2012 年）三个时期。

2.1、统一的煤炭价格双轨制（1985~1992 年）

2000 年以前，我国的煤矿主要分为国有重点煤矿、地方国有煤矿和乡镇煤矿组成，按照产能将其分为大煤矿和小煤矿两类，其中国有重点煤矿和地方国有煤矿均是大煤矿，小煤矿包括乡镇煤矿及各类小煤窑。在 1985 年起，国家为了支持小煤矿发展，一方面允许小煤矿价格随行就市；另一方面对国有煤矿进行总承包，允许煤矿超产煤和超能力煤加价，开始对煤炭价格实行松动政策。根据承包制安排，国有煤矿首先要完成煤炭产量定额并按国家统一低价出售给电力、钢铁、冶金、化工、交通等重要下游行业，超定额煤炭才能在限定范围加价。后来加价这一部分被改为指导性计划，从而形成煤炭计划价、指导价和市场价并存的价格体系。煤炭定价开始步入“价格双轨制阶段”。

煤炭价格“双轨制”是计划经济向市场经济模式转变中的过渡产物，当时推出煤炭价格双轨制有两个目的，一是鼓励煤矿增加产量，二是保护了低效率的下游产业。

该制度实施以后，确实在价格改革难以较快完成而统一价格又使煤炭企业严重亏损的情况下，部分缓解了企业经营困难。煤炭产量超基数和超计划的加价，在提高煤炭企业的积极性、促进生产力发展、引导资金流向和改革不合理的煤炭价格体系等方面起到了重要作用。企业多产可以多得，从而可偿还部分生产设备和安全设施欠帐，使企业超亏得以部分弥补，还可以积累资金用于扩大生产。因此，增超产煤的加价及议价政策起到了以“计划外”保“计划内”的作用。但是另一方面价格双轨制下出现的煤炭同质不同价，加剧了煤炭企业间的矛盾和冲突。

对于需求方电力企业而言，一方面，“计划内”的重点合同电煤价长期低于电煤市场价，极大地降低了电厂的生产成本，保护了低效率的下游电力产业。另一方面，煤炭价格双轨制容易引起包括电力在内的下游产业间的不公平竞争，导致能源工业内

部结构不合理，不利于能源工业长期稳定的发展。

而且价格双轨制是煤炭价格对价值的背离，且引发了煤炭供需的矛盾。由于煤炭价格始终被严格管制，企业缺乏自主定价权，调价常常因为企业亏损而被迫进行，政策调整缺乏整体方案和连贯性。双轨价格差距越大，背离程度越大，供需矛盾越突出。最终导致计划内煤炭逐渐减少，越来越多的煤炭在计划外出售，人为低价的计划内煤炭难以维持，煤炭实行市场定价的压力增加。

2.2、电煤的价格双轨制（1993-2001年）

基于以上情况，自1993年起，国家逐步放开煤价，但电力价格却没有放开。1994年，当政府完全放开煤炭价格控制后，煤电争端更严重。一些电力企业无力按市场价购煤，煤炭企业则拒绝供煤，停电经常发生。在此情况下政府被迫规定，无论是国有、地方还是乡镇煤矿，所有对电厂供煤都执行国家指导价。在年煤炭实际结算价格基础上，年平均电煤每吨最高提价额为8元，而重点合同之外的电煤与普通煤炭价格均随行就市。此后，电煤的政府指导价虽逐年提高，但始终低于市场。因此，这一阶段非电力用煤实现了市场化，电煤仍存在一定规制。

由于电煤的价格“双轨制”政府指导价低于市场价，煤炭企业普遍以各种借口不完全履行合同。煤电双方几乎每年都要经历一场价格谈判的“拉锯战”，每次都要由政府部门出面协调，实行资源配给制，在订货会上按计划进行分配，并直接规定价格浮动范围才能告终。很多情况下，即使电力企业能够以政府指导价拿到电煤合同，但如果不能拿到铁路运力指标，电煤合同也不会得到有效执行。此外计划煤和市场煤的价格差异产生炒卖合同和利益输送的行为；或者煤炭生产企业通过降低煤炭质量使电煤变相涨价。

2.3、煤电市场化探索后的价格双轨制（2002-2012年）

2002年起，国家停止发布电煤政府指导价格，煤炭定价机制步入市场化改革的探索阶段，但在市场化改革初期电煤价格双轨制以及电煤由政府指导定价的形势仍然没有根本性改变，每年的煤炭订货会上仍会发布一个参考性的协调价格，对于运输瓶颈制约和煤炭终端用户价格协商不一致的情况，国家发改委仍会对电煤市场价格和运输进行干预。

与此同时，在经济增长和重化工业发展的拉动下，国内能源需求旺盛，煤炭价格出现大幅走强的情况，鉴于此，发改委在2004年6月出台临时性干预措施，要求重点合同煤价格电煤价格以2004年5月底实际结算的车板价为基础，由煤电企业在8%的浮动幅度内协商确定。2004年底国家发改委出台《关于建立煤电价格联动机制的意见》，明确规定以6个月为一个价格联动周期，若周期内平均煤价较前一个周期变化幅度达到或超过5%，便将相应调整电价。由于电煤价格仍然执行着事实上的“双轨制”，即存在着重点合同煤和非重点合同煤，同样，重点合同内的价格低于市场价，承担保供任务的煤企履行国家的保供任务积极性不高，为了企业自身的利益倾向于多供市场煤，少供长协合同煤，很多时候煤炭企业将市场煤的销售与长协合同煤的供应挂钩，即按电厂采购市场煤的多少来决定长协合同煤的供应量。

2005年12月，国家发改委下发《关于做好2006年全国重点煤炭产运需衔接工作的通知》，取消了2004年底出台的电煤价格临时性干预措施。2006年12月，全国煤炭订货会改为“煤炭产运需衔接视频会议”，发改委首次摒弃延续了50年之久的煤炭订货会形式，改用电视电话会议形式指导全国煤炭、电力企业交易，交易方式逐步走向市场化。但依然存在重点合同，价格形成机制仍然不尽合理，表现为价格不能完全反映煤炭资源稀缺程度、对环境的影响程度和市场供需关系，并且政府仍然会出台临时性干预措施。2008年煤炭价格明显上涨。发改委于2008年7月制定了主要港口和集散地动力煤的最高限价并加强对重点电煤合同兑现率的监管才使得电煤上涨进程放缓，2010年煤炭价格上涨使得重点合同兑现率偏低，国家又要求大型煤炭企业遵循年度合同煤价，不能带头涨价。政策时有反复。

3、完全市场化定价阶段（2013~2015年）

2012年12月《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》，提出要加快完善社会主义市场经济体制，更大程度更广范围发挥市场在资源配置中的基础性作用，形成科学合理的电煤运行和调节机制，保障电煤稳定供应，促进经济持续健康发展，经国务院同意，自2013年起取消重点合同，取消电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主协商确定价格。发展改革委不再下达年度跨省区煤炭铁路运力配置意向框架。煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同，自主协商确定价格。鼓励双方签订中长期合同。地方各级人民政府对煤电企业正常经营活动不得干预。委托煤炭工业协会对合同的签订和执行情况进行汇总。

2013~2015年，取消重点电煤合同后，煤企和电企开始自主协商签订定量定价的长协合同，但由于这一时期煤炭价格处在了下行通道中，长协合同无法执行年初价格，年内神华集团甚至一个月调整几次。大型火电企业往往出于价格和发电量的考虑主动不兑现长协合同。当市场上可以采购到比长协合同价格低的煤的时候，电力企业往往就放弃长协合同煤而去采购市场煤，如果来水充分，火电耗煤减少，也会减少长协煤的采购。因此，2016年之前，经煤电双方商定的煤炭长协价格并未实际严格执行。

4、“基础+浮动的中长协”形式的价格双轨制阶段（2016年至今）

2016年下半年以来，伴随煤炭价格长达近5年的下行，供给侧产能出清叠加去产能政策，煤价重回上升通道。2016年国家发改委下发了《关于加强市场监管和公共服务 保障煤炭中长期合同履行的意见》(发改运行〔2016〕2502号)。2016年1~7月，神华集团按照发改委要求稳定煤价，平衡电厂利益，参考环渤海动力煤价格指数以月度定价的方式确定每月基准价；2016年底，神华集团开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价535元+浮动价”的定价模式。大型煤炭企业将长协价分为年度长协价和月度长协价，其中年度长协价每月变化，即在535元/吨基准价的基础上根据上个月的煤炭价格指数进行调整，具体公式为：年度长协价格=535*50%+上个月月底的煤炭价格指数*50%。而月度长协价直接在现货价基础上下调一定幅度。

2018年发改委在《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》中，对新一轮签订的下水煤中长期合同如何定价，给出了明确的规定，即供需双方应继续参照上年度“基准价+浮动价”的办法协商确定定价机制。基准价由双方根据市场供需情

况协商确定，对协商不能达成一致意见的，仍按不高于 2017 年度水平执行。

2017 年至今，现货价格中枢不断上扬，但基准价却没有伴随市场形势调整，被限制在了 535 元/吨，长协价与现货价的价差继续拉大，可以看出，新模式的价格双轨制再次形成。

双轨制对煤炭价格的影响分析

结合历史上的价格政策和煤炭价格的走势看，价格管制包括价格双轨制对短期市场产生了一定影响，但对煤炭价格的中长期趋势影响有限，煤炭价格的最终走势仍取决于供需。例如图 2 所示，2004 年 6 月出台临时性干预措施要求主产省电煤价格波动范围不超过 5 月结算车板价的 8%，这一措施并未限制住价格的上涨；2005 年底取消这一临时性干预措施也未造成价格暴涨。2008 年“四万亿”政策出台后，煤炭市场情绪收到极大的刺激，煤炭价格暴涨，政府随后出台最高限价措施，使得炒作情绪受到压制，价格回落，但回落后仍不改上涨趋势。2010 年国家有要求大型煤炭企业遵循年度合同煤价，不能带头涨价，煤炭价格依然上行了两年。因此从历史维度看，政府的限价或价格双轨制并未改变煤价的趋势。

图 2: 2003~2018 秦皇岛港山西优混平仓价 (元/吨)



资料来源: Wind 发改委网站, 信达证券研发中心

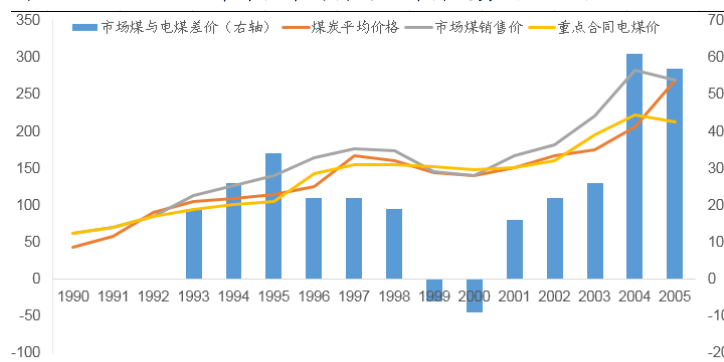
煤炭价格双轨制的弊端

1、“同质不同价”滋生行业乱象

1990 年以来，除了煤炭市场极为低迷的 1999~2000 年，煤炭价格“双轨制”下，政府指导下的价格（重点合同煤、长协煤）

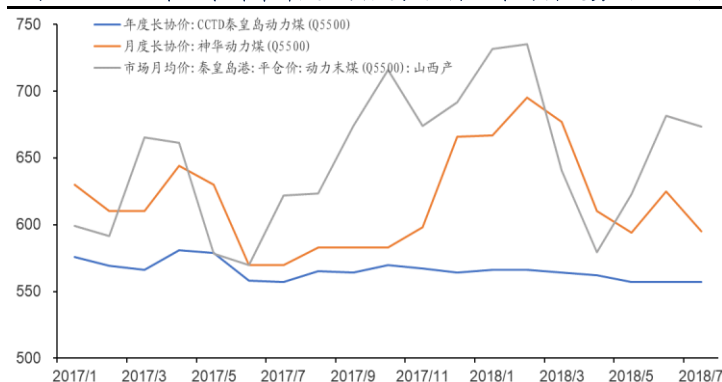
一直低于市场价，进入 2000 年以后，价差不断扩大，至 2005 年已达到 57 元/吨，如果再加上各种中间交易费用，二者价格差甚至高达 100 元/吨以上。在当时，煤炭价格的差异，加剧了煤电的博弈，滋生了各种“官倒”、“私倒”和“降低煤炭质量，变相提高煤价”等行业上下游乱象出现。

图 3：1990~2005 年煤炭市场价与电煤价走势（元/吨）



资料来源：国家煤矿安全监察局调度中心，信达证券研发中心

图 4：2017 年以来神华年度、月度长协价及市场价走势（元/吨）



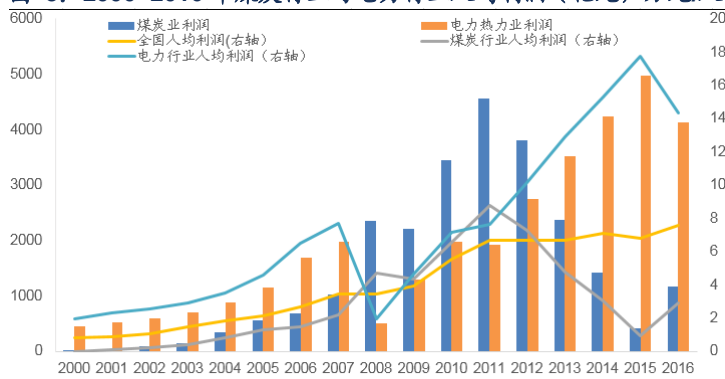
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2017 年以来国有煤炭企业长协定价风向标的神华年度长协价一直都较远低于市场煤价，2018 年 2 月份的价差接近 170 元/吨，远高于 2012 年以前价格双轨制时期的价差水平。对企业正常经营和投资决策必然产生一定困扰。

2、价格管制容易导致价格信号失灵，社会投资匮乏、供给增长乏力

在 2003 年以前，受到严格限制的煤炭价格造成了煤炭行业的长期亏损。1989~2003 年，原国有重点煤矿共生产 146.2 亿吨煤炭，占全国产量的 80%，15 年间只在 2003 年微利，其他年份全部亏损。即使是效益较好的 2003 年，全国规模以上煤炭企业的利润总额也只有 137.7 亿元（含原中央财政煤炭企业补贴收入），其中国有及国有控股煤炭企业利润总额 87.1 亿元。在 1046 户国有及国有控股煤炭企业中，原中央财政 81 户重点煤炭企业补贴前亏损面达 62%。

图 5：2000~2016 年煤炭行业与电力行业人均利润（亿元，万元/人）

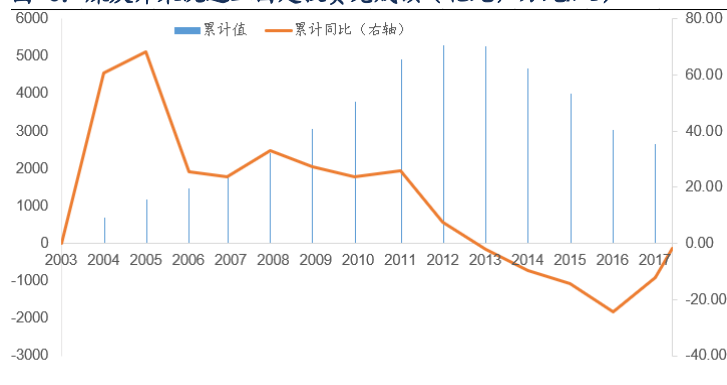


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

此外，相对于电力、钢铁、石油等相关行业，煤炭行业人均利润处于较低水平。根据国家统计局公布的数据估算，2000 年煤炭及相关行业人均利润为：煤炭 20 元/人、电力 19602 元/人、全国 79023 元/人。2008 年金融危机以前，电力行业的人均利润始终是煤炭行业的三倍以上，直到 2008 年煤价大涨才有所改善。因为煤炭行业的长期亏损，一方面很多企业不仅失去自我发展能力，还影响了生产的动力和职工队伍的稳定。另一方面，内资和外资都不往不盈利的煤炭企业投资，煤炭行业在 1986 年到 1988 年期间几乎未开新矿，出现了建设上的停停打打、投资安排上没有保证的情况，也造成了 2003 年以后煤炭需求旺盛，煤炭企业增产乏力，煤炭价格逐步走高，“计划电”体制下电厂难以负担市场煤价，政府保供难度加大。

当前煤炭价格接近 2010 年水平，2017 年煤炭开采洗选业的利润总额 2959 亿元也基本与 2010 年水平持平，但行业固定资产投资 2017 年仅为 2648.4 亿元，同比下降 12.3%，绝对额也明显低于 2010 年的 3784.7 亿元水平，截至 2018 年 1-5 月煤炭开采洗选业的固定资产投资完成额仍处于下降趋势。在煤价在政府管控下，企业盈利受到抑制，投资回报率导致企业投资意愿不强，在当前需求周期性向好的情况下，增产乏力，煤炭价格中枢不断走高，政府保供难度将越来越大，历史似乎正在重演。

图 6: 煤炭开采洗选业固定资产投资完成额 (亿元, 万元/人)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

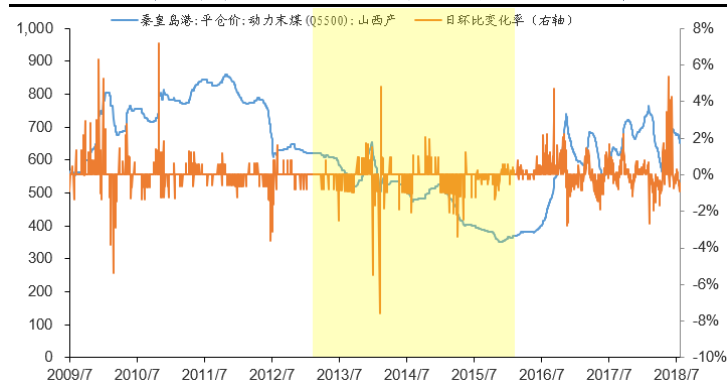
3、价格双轨制加剧市场煤在淡旺季之间的波动

在港口电煤价格双轨制体系下, 市场煤量属于交易体系中的边际量, 其价格属于边际价格。市场煤量越少, 弹性就越大, 当需求在淡旺季之间波动时, 就会出现电厂淡季只倾向采购长协煤, 不采购或少采购市场煤, 旺季争抢市场煤的局面, 而且伴随加大长协比重, 边际量则将过于单薄, 价格走势不仅取决于现实的供需关系, 还在很大程度上取决于市场预期, 资金博弈, 以及贸易商的建仓囤货或抛售, 建仓或抛售的量占整个边际交易量的比重较大, 贸易商持货量的方向和幅度与供需关系形成的失衡形成共振叠加, 从而加剧了价格波动。

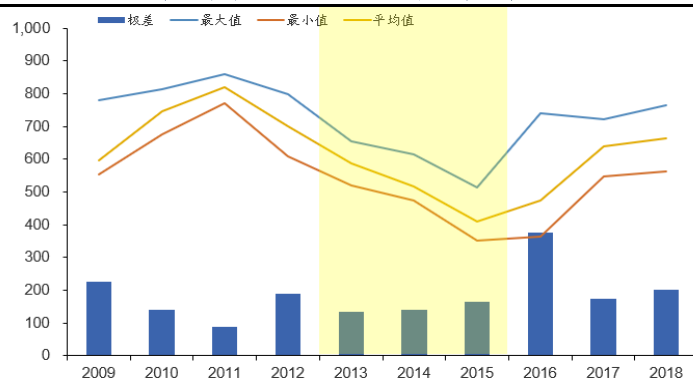
对此, 通过对比价格双轨制期间和完全市场化期间, 煤炭价格的波动频度、波动幅度、波动速度我们可以看出:

- 1) 2013-2015 年完全市场化阶段年内煤炭价格波动次数 (年内趋势性上涨和下跌的次数之和) 分别为 2 次、4 次、1 次, 远低于价格双轨制和中长协阶段, 甚至没有明显的淡旺季;
- 2) 2013-2015 年煤价完全市场化阶段时, 煤炭价格在年内的价差相对较小;
- 3) 我们对比在不同年份煤价上涨/下跌阶段平均每日的涨跌价格, 可以发现, 在双轨制阶段, 特别是长协兑现率更高的 17 年以来, 淡旺季过渡期间平均每日的涨跌价格明显高于 13-15 年的完全市场化阶段。而且 18 年上半年的淡旺季波动速度 (2.5 元/天) 比 17 年更快。

因此, 价格双轨制阶段, 特别是长协兑现率更高的 2017 年和 2018 年, 市场煤的份额更小, 需求侧、供给侧以及市场情绪等因素边际上的变化对原有供需结构的扰动更加明显, 价格波动的频度、幅度和速度均明显升高, 加剧了市场煤在淡旺季之间的波动。

图 7：2009 年以来秦港 Q5500 动力煤价走势及环比变化率（元/吨）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：2009 年以来秦港 Q5500 动力煤价年内最大价差（元/吨）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

投资建议

在 2016 年实施中长协制度以来，煤价中枢在供需缺口持续扩大的背景下不断上移。在煤价持续高位且中枢不断上扬背景下，板块业绩增长确定性高，然而估值却错杀处在了历史底部，修复空间较大。下半年尤其是三季度重点关注板块的估值修复。在业绩超预期和估值提升下，煤炭板块迎来历史性投资机会，维持行业“看好”评级。

鉴于能源供需趋紧，所以我们继续强调动力煤、无烟煤细分板块的高确定性和炼焦煤细分板块由此引发的高弹性，因此建议弱化个股，对煤炭板块进行整体性配置。动力煤关注**兖州煤业（重点推荐）、陕西煤业（重点推荐）、中国神华（重点推荐）、阳泉煤业、大同煤业**等，炼焦煤关注**西山煤电、平煤股份、潞安环能、冀中能源、开滦股份、盘江股份**等煤炭上市公司。同时关注山西国改相关标的，阳泉煤业、西山煤电和大同煤业。

风险因素

- 1) 贸易战升级;
- 2) 宏观经济大幅失速下滑。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。