

煤价高位运行 盈利持续改善

——煤炭行业中报总结

2018年08月31日

看好/维持

煤炭

深度报告

投资摘要:

业绩表现: 上半年合计盈利 477.7 亿元, 二季度环比略降。2018 年上半年, 受益于煤价持续高位和产销的小幅上涨, 我们统计的 26 家煤企合计实现营业收入 4309 亿元, 同比增长 4.9%; 归母净利润 477.7 亿元, 同比增长 5.7%; 扣非后归母净利润 471.1 亿元, 同比增长 7.7%。

财务表现: 盈利能力持续提升, 资产负债率小幅下降。

- ◆ **盈利能力方面,** 我们统计的 26 家煤企毛利率、净利率、ROE 分别为 34.3%、12.8%、6.2%, 较去年同期分别上涨 1.3%、0.4%、0.1%。
- ◆ **偿债能力方面,** 在继续实现高额净利润的同时, 煤企的现金流情况继续好转, 18 年上半年煤企经营活动净现金流合计 779.4 亿元, 同比增长 0.5%; 资产负债率均值 54.4%, 同比下降 1.9 个百分点, 债务负担有所减轻, 资产负债表处于持续修复过程中, 但形势依然不容乐观, 我们预计在保持当前盈利水平下至少还需要 2-3 年的时间才能修复至合理水平。

经营表现: 产销小幅上涨, 吨煤销售毛利微降。

- ◆ **产销方面,** 上半年煤企合计原煤产量 4.8 亿吨, 同比增长 3%; 由于样本煤企加大了对外购煤的采购, 因此煤炭销量合计 6.83 亿吨, 同比增长 6.9%。
- ◆ **价格方面,** 上半年煤企平均吨煤综合售价 544 元/吨, 同比上涨 1.9%; 单位销售成本 309 元/吨, 同比上涨 2.9%; 吨煤毛利 235 元/吨, 同比下降 0.3%。

下半年展望: 煤价维持高位, 把握估值修复。动力煤方面, 下半年全国煤炭形势仍将维持紧平衡状态, 预计下半年动力煤均价约 645-655 元/吨, 同比下降 1.2%-2.7%。炼焦煤方面, 预计下半年焦煤市场将以稳为主, 京唐港主焦煤均价约 1720-1760 元/吨, 同比上涨 8.2%-10.7%。中长期看来, 我们预计未来新增产能不足将成为一种新常态, 行业供需将持续处于紧平衡状态, 只有煤价维持高位运行才能实现供给侧结构性改革“降杠杆”的最终目的。

投资策略方面: 在煤炭行业全年供需平衡及煤价维持高位运行的背景下, 预计市场将逐步修复前期过于悲观的预期, 煤炭股进入估值修复阶段。个股方面, 我们重点推荐业绩有保证, 低估值的动力煤龙头公司陕西煤业和中国神华, 业绩迎来拐点的昊华能源, 山西国改标的潞安环能。

风险提示: 煤价大幅下跌、供给侧改革进度不及预期, 宏观经济大幅下滑。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
陕西煤业	1.04	1.13	1.2	7.22	6.48	6.01	1.60	强烈推荐
昊华能源	0.52	1.06	1.11	12.85	6.28	6.00	1.00	强烈推荐
潞安环能	0.93	1.04	1.13	8.67	7.75	7.11	1.08	推荐

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

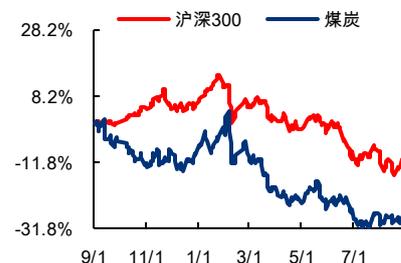
执业证书编号:

S1480510120012

行业基本资料

		占比%
股票家数	36	1.02%
重点公司家数	-	-
行业市值	8618.7 亿元	1.62%
流通市值	7170.42 亿元	1.87%
行业平均市盈率	9.8	/
市场平均市盈率	14.77	/

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《煤炭行业报告: 港口库存去化 焦炭涨势依旧》2018-08-27
- 2、《煤炭行业报告: 炭未观止 屡创新高》2018-08-20
- 3、《煤炭行业报告: 动煤企稳反弹 焦炭涨势依旧》2018-08-13
- 4、《煤炭行业报告: 动煤降幅或将放缓 焦炭重启上升通道》2018-08-07

目 录

1. 历史回顾.....	4
1.1 行业概况：供需紧平衡 煤价高位运行.....	4
1.2 市场表现：跑输沪深 300 指数 4.69 个百分点.....	5
2. 业绩表现：上半年合计盈利 478 亿元.....	6
3. 财务分析.....	9
3.1 盈利能力：毛利率、净利率、ROE 持续向好.....	9
3.2 营运能力：应收账款、存货周转天数均同比下降.....	11
3.3 期间费用：期间费用率同比基本持平.....	13
3.4 偿债能力：现金流持续改善 偿债能力逐步提升.....	14
4. 经营分析.....	16
4.1 产销：产销量同比均小幅增长.....	16
4.2 价格：成本上涨幅度超过售价 吨煤毛利微降.....	18
5. 下半年展望：煤价维持高位 把握估值修复机会.....	19
6. 风险提示.....	21

插图目录

图 1:2018 年 1-6 月原煤产量累计同比增长 3.9%.....	4
图 2:2018 年 1-6 月煤炭进口量同比增长 9.9%.....	4
图 3:秦皇岛港 Q5500 动力煤现货价格（元/吨）.....	4
图 4:京唐港山西主焦煤价格（元/吨）.....	4
图 5:2018 年至今 A 股各板块表现（截止 8 月 30 日）.....	5
图 6:煤企合计营业收入及同比增速.....	7
图 7:煤企营业收入增速排行.....	8
图 8:煤企毛利率、ROE 历年走势.....	10
图 9:煤企毛利率排行.....	10
图 10:煤企 ROE 排行.....	11
图 11:煤企应收账款周转天数排行.....	12
图 12:煤企存货周转天数排行.....	12
图 13:煤企期间费用率历年走势.....	14
图 14:煤企期间费用率排行.....	14
图 15:煤企资产负债率及营业收入现金比历史走势.....	16
图 16:煤企资产负债率排行.....	16
图 17:煤企原煤产量排行（剔除神华）.....	18
图 18:煤企原煤产量增速.....	18

表格目录

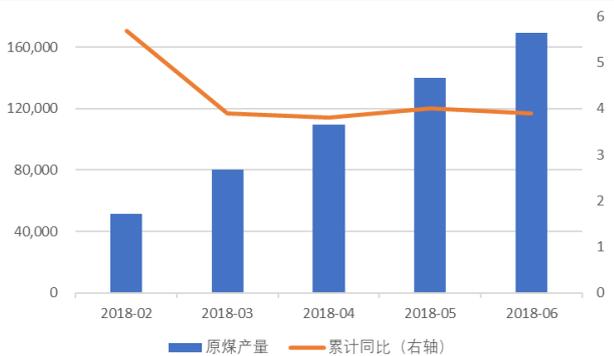
表 1:2018 年煤炭板块各公司股价表现（截止 8 月 30 日）	5
表 2:煤企 18 年上半年业绩表现（百万元）	6
表 3:煤企 18 年上半年分季度业绩表现（百万元）	8
表 4:煤企盈利能力	9
表 5:煤企应收账款及存货周转情况	11
表 6:煤企期间费用情况	13
表 7:煤企偿债能力	15
表 8:煤企产销情况（万吨）	17
表 9:煤企吨煤销售价格、销售成本、销售毛利情况（元/吨）	19
表 10:煤企估值表（截止 8 月 30 日）	20

1. 历史回顾

1.1 行业概况：供需紧平衡 煤价高位运行

2018 年以来，我国经济继续保持平稳向好的态势，全国发电保持保持较快增长，上半年我国火电发电量 2.39 万亿千瓦时，同比增长 8%；生铁产量 3.73 亿吨，同比增长 0.5%。由于下游需求的持续改善，上半年全国累计煤炭消费量约 18.9 亿吨，同比增长 3.1%。供给方面，正如我们在《冬去夏又至 供难增 价易涨》里所分析的，在环保、安全与去产能三重监管态势下，产能几乎没有过多反弹的余地，新增产能释放产量的进度一直低于预期，月产量始终没有突破 3 万吨，上半年全国累计原煤产量约 17 亿吨，同比增长仅 3.9%。由于国内煤炭市场供给始终偏紧，因此导致进口煤大幅增加，上半年共进口煤炭 1.46 亿吨，同比增长 9.9%。

图 1:2018 年 1-6 月原煤产量累计同比增长 3.9%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2:2018 年 1-6 月煤炭进口量同比增长 9.9%



资料来源：wind、东兴证券研究所

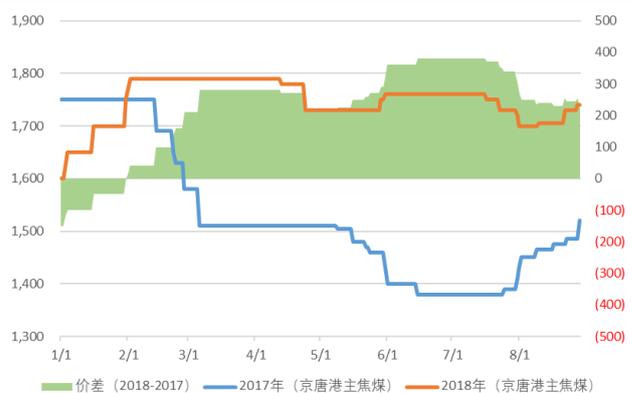
价格方面，受煤炭供应偏紧、需求持续好转的影响，价格持续高位运行。2018 年上半年，秦皇岛港 Q5500 动力煤现货均价 665 元/吨，同比增长 8.78%，其中 Q2 均价 628 元/吨，环比下降 10.49%；京唐港主焦煤（山西产）均价 1752 元/吨，同比增长 12.43%，其中 Q2 均价 1755 元/吨，环比上涨 0.3%。

图 3:秦皇岛港 Q5500 动力煤现货价格（元/吨）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4:京唐港山西主焦煤价格（元/吨）



资料来源：wind、东兴证券研究所

600188.SH	兖州煤业	11.26	-19.76%
002128.SZ	露天煤业	8.6	-19.92%
600123.SH	兰花科创	7.08	-20.26%
601001.SH	大同煤业	4.78	-20.99%
000780.SZ	平庄能源	3.63	-23.58%
600714.SH	金瑞矿业	6.83	-24.53%
600546.SH	山煤国际	3.59	-26.43%
601699.SH	潞安环能	8.06	-27.08%
000937.SZ	冀中能源	4.11	-27.67%
601011.SH	宝泰隆	6.13	-30.35%
603113.SH	金能科技	14.7	-34.52%
000983.SZ	西山煤电	6.58	-34.71%
600971.SH	恒源煤电	6.36	-35.75%
601666.SH	平煤股份	4.04	-35.87%
601015.SH	陕西黑猫	6.52	-37.33%
600397.SH	*ST 安煤	2.31	-40.46%
600121.SH	郑州煤电	3.57	-40.60%
600758.SH	红阳能源	4.02	-44.14%
000723.SZ	美锦能源	3.56	-48.33%
600157.SH	永泰能源	1.67	-50.30%

资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 业绩表现：上半年合计盈利 478 亿元

2018 上半年，受煤价持续高位运行，叠加产销小幅提升的影响，煤企经营形式进一步改善。我们统计了 26 家上市煤企，上半年共实现营业收入总额 4309 亿元，同比增长 4.9%；实现归母净利润 477.7 亿元，同比增长 5.7%；扣非后归母净利润 471.1 亿元，同比增长 7.7%。若剔除神华后，归母净利润和扣非后归母净利润增速均大幅提高，分别为 18.8%、20.8%，分别提升了 230%、170%。

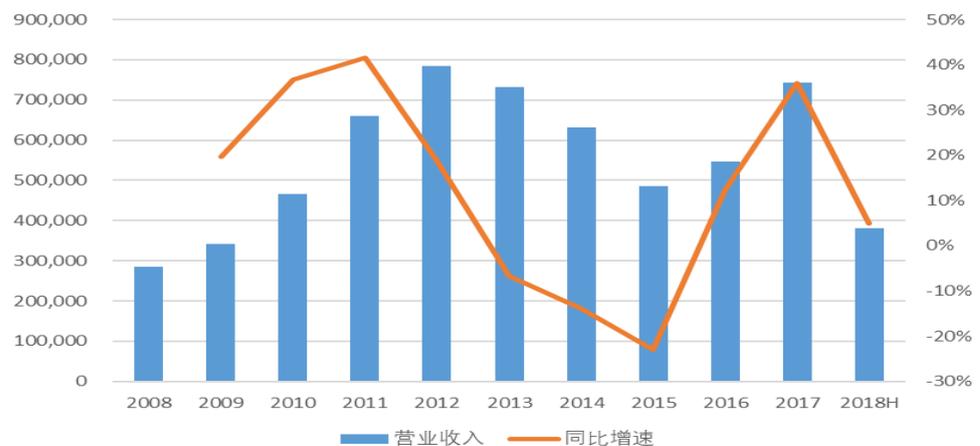
表 2:煤企 18 年上半年业绩表现 (百万元)

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
露天煤业	3,983	4,264	7.1%	1,051	1,177	11.9%	1,049	1,196	14.0%
陕西煤业	25,586	26,243	2.6%	5,473	5,944	8.6%	5,480	5,952	8.6%
恒源煤电	3,282	3,148	-4.1%	631	453	-28.3%	637	455	-28.6%
新集能源	3,366	4,562	35.5%	154	765	397.6%	222	657	195.6%
昊华能源	3,189	3,005	-5.8%	480	638	32.8%	446	631	41.4%
中煤能源	37,104	50,210	35.3%	1,696	2,756	62.5%	1,572	2,754	75.2%

上海能源	3,056	3,420	11.9%	379	603	59.0%	363	607	67.4%
中国神华	120,518	127,380	5.7%	24,315	22,977	-5.5%	23,776	23,017	-3.2%
兖州煤业	80,624	76,308	-5.4%	3,189	4,341	36.1%	2,974	4,534	52.4%
山煤国际	23,037	20,779	-9.8%	100	281	181.1%	124	292	135.8%
红阳能源	4,004	3,695	-7.7%	450	47	-89.5%	420	0	-100.0%
大同煤业	4,885	5,309	8.7%	600	475	-20.8%	80	479	501.3%
郑州煤电	2,913	2,389	-18.0%	406	103	-74.7%	376	72	-80.9%
大有能源	3,351	3,870	15.5%	290	448	54.8%	268	457	70.5%
平庄能源	1,220	1,085	-11.1%	136	-23	-117.0%	136	-47	-134.5%
靖远煤电	1,941	2,194	13.0%	279	340	21.7%	276	337	21.9%
ST安煤	1,753	2,142	22.2%	-20	56	-379.3%	5	76	1463.2%
西山煤电	13,633	15,256	11.9%	917	1,115	21.6%	889	1,127	26.8%
冀中能源	10,227	10,784	5.4%	571	605	6.1%	608	684	12.4%
永泰能源	11,676	10,669	-8.6%	255	337	32.2%	235	-349	-248.2%
开滦股份	9,051	10,017	10.7%	227	582	156.9%	224	581	159.4%
盘江股份	2,907	2,953	1.6%	461	528	14.5%	429	495	15.4%
潞安环能	10,126	10,862	7.3%	1,143	1,391	21.8%	1,144	1,388	21.3%
平煤股份	10,747	9,512	-11.5%	626	310	-50.4%	603	306	-49.2%
兰花科创	3,975	4,078	2.6%	511	629	23.1%	500	572	14.3%
阳泉煤业	14,619	16,817	15.0%	853	886	3.9%	888	840	-5.4%
合计	410,775	430,949	4.9%	45,172	47,765	5.7%	43,725	47,113	7.7%
合计（剔除神华）	290,257	303,569	4.6%	20,857	24,788	18.8%	19,949	24,096	20.8%

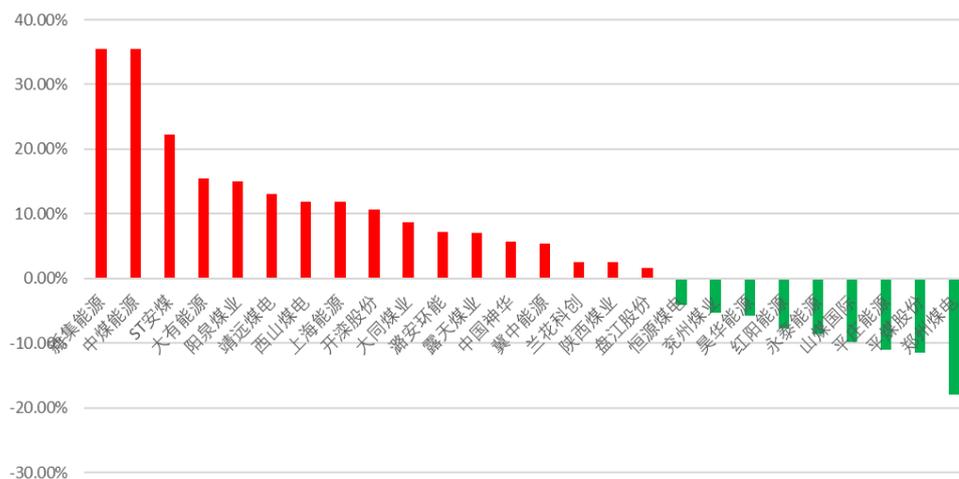
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6:煤企合计营业收入及同比增速



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7:煤企营业收入增速排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

分季度来看，2018年二季度煤企共实现营业收入2236亿元，环比增长7.9%；实现归母净利润236.5亿元，环比下降2%；扣非后归母净利润238.1亿元，环比增长2.2%。若剔除神华后，煤企营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润增速均有所提高，分别为10.3%、-1.5%、6.6%，分别提升了30%、25%、300%。

表 3:煤企 18 年上半年分季度业绩表现 (百万元)

公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
	2018Q1	2018Q2	环比	2018Q1	2018Q2	环比	2018Q1	2018Q2	环比
露天煤业	2,303	1,962	-14.8%	750	427	-43.1%	750	445	-40.6%
陕西煤业	12,587	13,655	8.5%	2,841	3,103	9.2%	2,848	3,105	9.0%
恒源煤电	1,533	1,615	5.3%	204	249	21.9%	204	251	23.1%
新集能源	2,262	2,299	1.6%	355	409	15.1%	364	294	-19.3%
昊华能源	1,446	1,559	7.8%	270	368	36.6%	255	376	47.4%
中煤能源	25,765	24,445	-5.1%	1,411	1,345	-4.6%	1,387	1,367	-1.4%
上海能源	1,752	1,668	-4.7%	341	262	-22.9%	339	269	-20.7%
中国神华	62,979	64,401	2.3%	11,633	11,344	-2.5%	11,639	11,378	-2.2%
兖州煤业	32,334	43,974	36.0%	2,228	2,114	-5.1%	2,166	2,368	9.3%
山煤国际	10,315	10,465	1.5%	33	249	660.2%	44	249	470.4%
红阳能源	2,189	1,506	-31.2%	87	-40	-145.7%	80	-80	-199.9%
大同煤业	2,766	2,543	-8.0%	125	350	180.5%	125	354	182.3%
郑州煤电	1,126	1,263	12.2%	41	61	47.8%	13	58	336.1%
大有能源	2,055	1,814	-11.7%	291	158	-45.8%	290	167	-42.4%
平庄能源	536	549	2.4%	-4	-19	371.8%	-19	-28	47.1%
靖远煤电	1,193	1,001	-16.1%	186	154	-17.4%	185	152	-17.6%
ST安煤	1,051	1,091	3.8%	14	42	205.1%	25	51	101.3%

西山煤电	7,299	7,956	9.0%	513	602	17.3%	519	608	17.1%
冀中能源	5,356	5,428	1.3%	287	318	10.7%	312	372	19.2%
永泰能源	4,669	6,000	28.5%	511	-174	-134.1%	-194	-154	-20.7%
开滦股份	4,854	5,164	6.4%	255	328	28.8%	254	328	29.2%
盘江股份	1,486	1,467	-1.3%	275	253	-8.2%	248	246	-0.8%
潞安环能	5,143	5,718	11.2%	713	678	-5.0%	717	671	-6.5%
平煤股份	4,599	4,913	6.8%	64	246	281.7%	61	246	304.9%
兰花科创	1,698	2,379	40.1%	195	434	122.3%	200	372	86.5%
阳泉煤业	8,040	8,778	9.2%	501	385	-23.1%	492	347	-29.5%
合计	207,335	223,614	7.9%	24,120	23,645	-2.0%	23,303	23,810	2.2%
合计（剔除神华）	144,356	159,213	10.3%	12,487	12,301	-1.5%	11,664	12,432	6.6%

资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 财务分析

3.1 盈利能力：毛利率、净利率、ROE 持续向好

毛利率方面，煤企平均毛利率为 34.4%，较去年同期提高 1.3 个百分点，其中排名前三的分别为大同煤业（58.3%）、中煤能源（56.3%）、陕西煤业（54.7%）；**净利率方面**，煤企平均净利率为 12.8%，较去年同期提高 0.4 个百分点；**ROE 方面**，煤企平均 ROE 为 6.2%，较去年同期提高 0.1 个百分点，其中排名前三的分别为新集能源（14.6%）、陕西煤业（13.1%）、露天煤业（10.5%）。

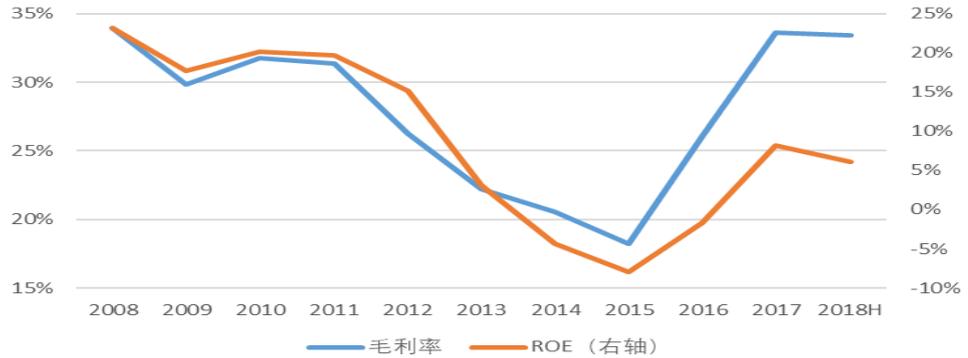
表 4:煤企盈利能力

公司名称	毛利率			净利率			ROE		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
露天煤业	46.5%	49.6%	3.1%	26.6%	27.8%	1.3%	10.7%	10.5%	-0.2%
陕西煤业	54.5%	54.7%	0.2%	31.4%	33.6%	2.2%	14.8%	13.1%	-1.7%
恒源煤电	35.5%	39.2%	3.7%	19.4%	14.4%	-5.0%	10.4%	6.5%	-3.9%
新集能源	40.1%	46.5%	6.4%	5.7%	18.3%	12.7%	3.3%	14.6%	11.3%
昊华能源	40.0%	54.1%	14.1%	16.4%	23.5%	7.1%	7.0%	8.3%	1.3%
中煤能源	37.0%	30.4%	-6.6%	7.8%	8.6%	0.9%	1.9%	3.0%	1.1%
上海能源	38.1%	38.5%	0.4%	9.4%	17.1%	7.6%	4.4%	6.6%	2.2%
中国神华	42.0%	41.4%	-0.6%	23.7%	22.0%	-1.7%	8.2%	7.5%	-0.7%
兖州煤业	12.2%	20.9%	8.7%	4.5%	7.4%	2.9%	6.9%	7.7%	0.8%
山煤国际	9.6%	13.6%	4.1%	1.8%	3.5%	1.7%	2.4%	5.5%	3.1%
红阳能源	25.7%	16.0%	-9.7%	11.2%	1.3%	-10.0%	8.4%	0.9%	-7.5%
大同煤业	59.7%	58.3%	-1.4%	19.1%	14.9%	-4.3%	11.3%	8.7%	-2.6%
郑州煤电	35.5%	35.7%	0.3%	18.2%	9.7%	-8.5%	13.5%	3.0%	-10.5%
大有能源	38.2%	33.8%	-4.4%	7.5%	11.7%	4.2%	4.3%	6.2%	2.0%

平庄能源	42.9%	43.1%	0.2%	11.1%	-2.1%	-13.2%	3.3%	-0.5%	-3.8%
靖远煤电	32.1%	29.4%	-2.7%	14.4%	15.5%	1.1%	4.3%	4.9%	0.6%
ST安煤	14.6%	14.6%	0.0%	-1.6%	2.6%	4.1%	-1.4%	6.8%	8.1%
西山煤电	35.7%	31.9%	-3.7%	7.8%	8.4%	0.6%	5.4%	6.0%	0.6%
冀中能源	23.9%	25.5%	1.5%	5.6%	6.5%	0.9%	3.0%	3.1%	0.1%
永泰能源	22.6%	25.5%	2.8%	2.7%	3.4%	0.7%	1.1%	1.4%	0.3%
开滦股份	10.3%	14.8%	4.5%	2.3%	6.7%	4.5%	2.8%	6.1%	3.3%
盘江股份	34.6%	34.9%	0.3%	15.9%	17.9%	2.0%	7.4%	8.1%	0.8%
潞安环能	35.7%	40.7%	5.1%	10.6%	12.2%	1.5%	6.0%	6.4%	0.4%
平煤股份	19.8%	18.7%	-1.1%	6.7%	3.8%	-2.9%	5.5%	2.5%	-3.0%
兰花科创	36.1%	40.4%	4.3%	12.5%	13.9%	1.4%	5.7%	6.5%	0.7%
阳泉煤业	18.3%	17.0%	-1.3%	6.2%	5.7%	-0.5%	6.1%	5.5%	-0.6%
均值	32.4%	33.4%	1.1%	11.4%	11.9%	0.4%	6.0%	6.1%	0.1%

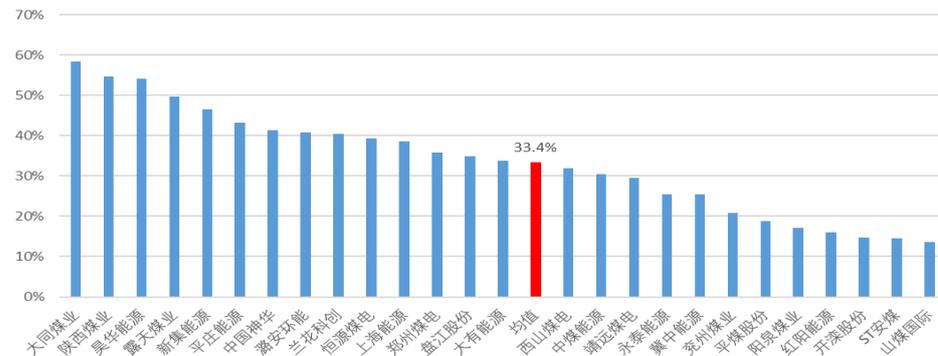
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 8:煤企毛利率、ROE 历年走势

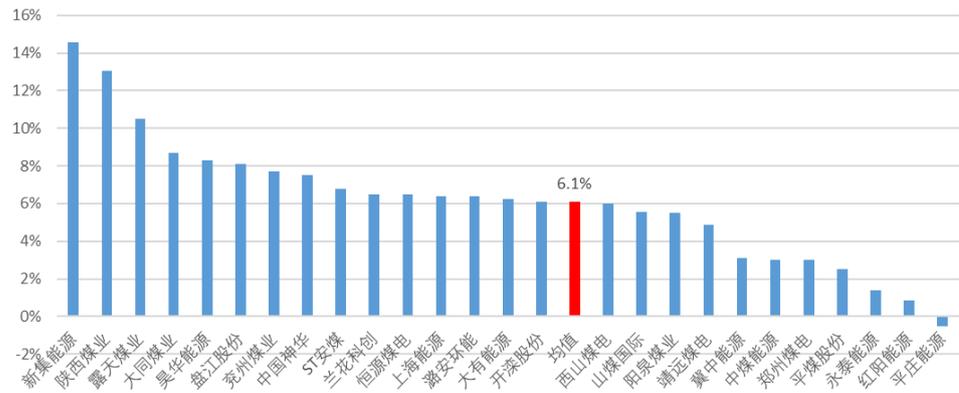


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9:煤企毛利率排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10:煤企 ROE 排行


资料来源：wind、东兴证券研究所

3.2 营运能力：应收账款、存货周转天数均同比下降

近年来由于煤炭形势的持续好转，煤企的市场地位和议价能力逐渐增强，营运持续好转。应收账款方面，2018 年上半年煤企应收账款规模 646.4 亿元，同比下降 14.9%；应收账款周转天数 44 天，同比下降 10.8%，其中应收账款周转天数最低的公司分别为兰花科创（6 天）、兖州煤业（9 天）。存货方面，2018 年上半年煤企存货规模 447.8 亿元，同比增长 5%；存货周转天数 27 天，同比下降 10.1%，其中存货周转天数最低的公司分别为阳泉煤业（9 天）、盘江股份（11 天）。

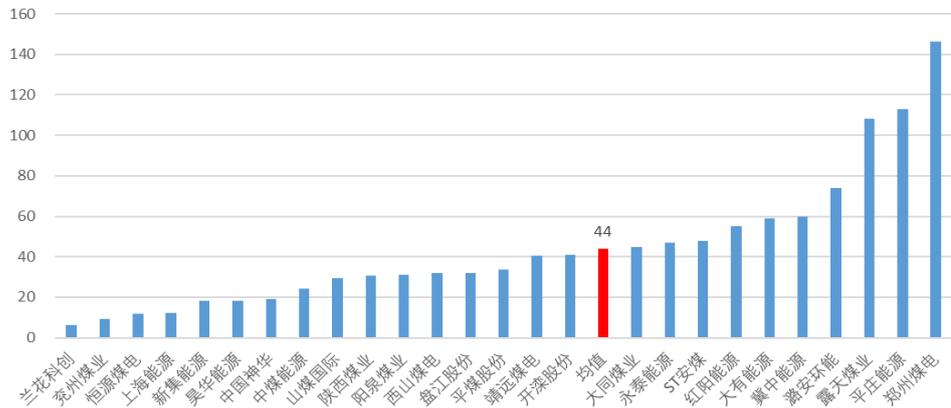
表 5:煤企应收账款及存货周转情况

公司名称	应收账款			应收账款周转天数			存货			存货周转天数		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
露天煤业	2,413	3,059	26.8%	92	108	17.0%	375	359	-4.2%	31	29	-6.6%
陕西煤业	6,374	4,314	-32.3%	38	31	-20.1%	1,100	1,048	-4.7%	15	14	-5.6%
恒源煤电	276	218	-20.8%	15	12	-24.1%	376	304	-19.2%	25	28	10.0%
新集能源	611	400	-34.5%	33	18	-44.8%	390	223	-42.9%	32	15	-51.7%
昊华能源	571	411	-28.0%	25	18	-27.6%	400	349	-12.8%	36	53	46.0%
中煤能源	7,940	6,897	-13.1%	38	24	-36.5%	6,938	7,575	9.2%	55	39	-29.9%
上海能源	256	277	8.0%	15	12	-18.5%	328	323	-1.5%	27	26	-5.6%
中国神华	16,309	13,740	-15.8%	24	19	-21.2%	12,856	14,925	16.1%	34	32	-5.0%
兖州煤业	2,038	3,927	92.7%	5	9	68.0%	3,765	5,397	43.4%	8	14	72.2%
山煤国际	5,418	3,557	-34.3%	42	30	-29.6%	1,808	1,624	-10.1%	17	17	-0.3%
红阳能源	1,196	1,265	5.8%	59	55	-6.1%	227	262	15.0%	15	21	41.7%
大同煤业	1,933	1,198	-38.0%	67	45	-33.3%	298	292	-1.9%	27	24	-10.7%
郑煤煤电	1,940	2,005	3.4%	110	146	33.2%	380	289	-24.0%	31	37	19.4%
大有能源	1,264	1,301	3.0%	62	59	-5.1%	522	236	-54.8%	41	18	-55.1%
平庄能源	912	812	-11.0%	105	113	7.9%	82	103	25.6%	16	21	36.7%
靖远煤电	992	575	-42.0%	78	41	-48.1%	466	318	-31.7%	53	35	-34.2%

ST安煤	582	618	6.1%	62	48	-22.4%	222	172	-22.7%	26	15	-42.0%
西山煤电	4,123	2,789	-32.3%	56	32	-43.3%	3,632	3,433	-5.5%	70	58	-16.7%
冀中能源	4,420	3,301	-25.3%	79	60	-24.2%	1,235	859	-30.5%	28	18	-34.5%
永泰能源	3,451	1,556	-54.9%	54	47	-13.1%	529	622	17.7%	9	14	46.5%
开滦股份	2,392	2,581	7.9%	39	41	4.2%	1,608	1,122	-30.2%	38	24	-37.0%
盘江股份	628	446	-29.0%	40	32	-20.5%	110	118	6.7%	9	11	18.5%
潞安环能	4,327	4,776	10.4%	72	74	2.1%	2,073	1,473	-29.0%	45	35	-22.0%
平煤股份	2,037	1,637	-19.6%	24	34	41.5%	1,666	2,023	21.5%	30	42	37.6%
兰花科创	67	92	36.9%	3	6	130.6%	690	660	-4.3%	44	46	4.0%
阳泉煤业	3,474	2,882	-17.0%	44	31	-29.6%	582	673	15.5%	10	9	-10.4%
合计	75,942	64,635	-14.9%	49	44	-10.8%	42,658	44,781	5.0%	30	27	-10.1%

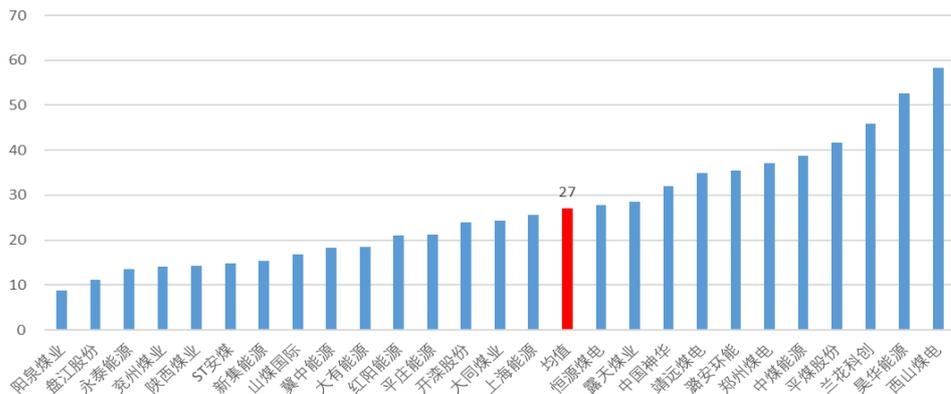
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11:煤企应收账款周转天数排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12:煤企存货周转天数排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

3.3 期间费用：期间费用率同比基本持平

期间费用方面，2018 年上半年，受营收规模上升的影响，煤企期间费用合计 507.4 亿元，同比增长 9%，其中销售费用 132.7 亿元，同比增长 2.9%；管理费用 251.5 亿元，同比增长 12.3%；财务费用 123.2 亿元，同比增长 9.3%。

期间费用率方面，2018 年上半年，煤企期间费用率 14.5%，较去年同期提高 0.4 个百分点，其中销售费用率 3.1%，较去年同期下降 0.5 个百分点；管理费用率 7.6%，较去年同期提高 0.7 个百分点；财务费用率 3.8%，较去年同期提高 0.1 个百分点。期间费用率最低的三家公司分别为露天煤业（4%）、开滦股份（5.1%）、阳泉煤业（6.2%）。

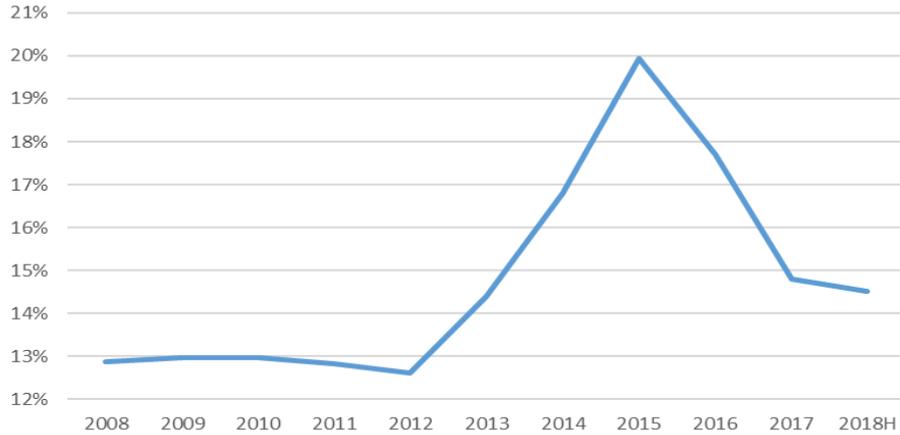
表 6:煤企期间费用情况

公司名称	期间费用率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
露天煤业	3.0%	4.0%	1.0%	0.3%	0.3%	0.0%	1.5%	2.8%	1.3%	1.2%	0.9%	-0.3%
陕西煤业	15.3%	12.1%	-3.2%	7.5%	4.0%	-3.6%	7.3%	7.9%	0.6%	0.5%	0.3%	-0.3%
恒源煤电	13.2%	16.4%	3.2%	1.2%	1.4%	0.2%	9.3%	13.1%	3.8%	2.6%	1.9%	-0.8%
新集能源	21.1%	18.7%	-2.4%	0.5%	0.4%	-0.1%	6.3%	6.9%	0.5%	14.2%	11.4%	-2.9%
昊华能源	16.6%	20.4%	3.8%	6.5%	9.9%	3.4%	5.2%	7.0%	1.8%	5.0%	3.5%	-1.4%
中煤能源	21.9%	17.1%	-4.8%	13.4%	10.2%	-3.2%	4.2%	3.4%	-0.8%	4.3%	3.5%	-0.8%
上海能源	12.4%	12.1%	-0.3%	2.7%	2.4%	-0.3%	8.1%	8.3%	0.2%	1.6%	1.4%	-0.3%
中国神华	9.3%	8.9%	-0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	7.4%	7.2%	-0.2%	1.7%	1.5%	-0.2%
兖州煤业	5.9%	10.5%	4.6%	1.8%	3.8%	2.0%	2.5%	4.1%	1.6%	1.6%	2.5%	1.0%
山煤国际	5.1%	6.3%	1.2%	0.7%	0.9%	0.2%	2.2%	2.7%	0.5%	2.2%	2.7%	0.5%
红阳能源	12.2%	12.4%	0.2%	1.7%	1.9%	0.2%	5.3%	6.0%	0.7%	5.1%	4.5%	-0.7%
大同煤业	39.8%	29.2%	-10.6%	25.9%	20.2%	-5.7%	8.6%	3.5%	-5.2%	5.3%	5.5%	0.2%
郑州煤电	12.1%	18.1%	6.0%	1.3%	1.5%	0.2%	7.2%	10.1%	2.9%	3.7%	6.6%	2.9%
大有能源	23.3%	16.4%	-6.8%	1.9%	1.7%	-0.1%	17.4%	10.5%	-6.9%	4.0%	4.2%	0.3%
平庄能源	19.4%	35.2%	15.7%	2.0%	1.6%	-0.4%	19.5%	35.6%	16.2%	-2.1%	-2.1%	0.0%
靖远煤电	10.3%	6.6%	-3.7%	2.9%	2.0%	-0.9%	7.8%	4.4%	-3.4%	-0.4%	0.3%	0.7%
ST安煤	12.6%	9.3%	-3.3%	2.2%	1.4%	-0.8%	4.5%	3.2%	-1.3%	5.9%	4.8%	-1.1%
西山煤电	20.6%	16.3%	-4.2%	10.4%	7.1%	-3.2%	6.6%	6.7%	0.1%	3.6%	2.5%	-1.1%
冀中能源	12.6%	13.2%	0.6%	1.8%	1.8%	0.0%	7.7%	8.7%	1.0%	3.1%	2.7%	-0.4%
永泰能源	17.3%	24.5%	7.2%	0.1%	0.4%	0.3%	3.1%	4.2%	1.1%	14.2%	19.9%	5.7%
开滦股份	6.2%	5.1%	-1.1%	1.5%	1.3%	-0.2%	2.3%	2.2%	-0.1%	2.4%	1.6%	-0.8%
盘江股份	11.3%	11.0%	-0.4%	0.2%	0.4%	0.1%	9.7%	9.1%	-0.6%	1.4%	1.5%	0.1%
潞安环能	12.9%	15.7%	2.8%	1.1%	1.3%	0.2%	8.0%	9.8%	1.8%	3.7%	4.5%	0.8%
平煤股份	8.9%	10.5%	1.6%	0.9%	1.1%	0.1%	3.3%	3.9%	0.6%	4.6%	5.5%	0.8%
兰花科创	17.9%	21.1%	3.2%	2.8%	3.0%	0.2%	10.2%	13.2%	3.0%	4.9%	4.9%	0.0%

阳泉煤业	6.5%	6.2%	-0.3%	0.8%	0.7%	-0.2%	3.3%	3.7%	0.4%	2.3%	1.8%	-0.5%
均值	14.1%	14.5%	0.4%	3.6%	3.1%	-0.5%	6.9%	7.6%	0.7%	3.7%	3.8%	0.1%

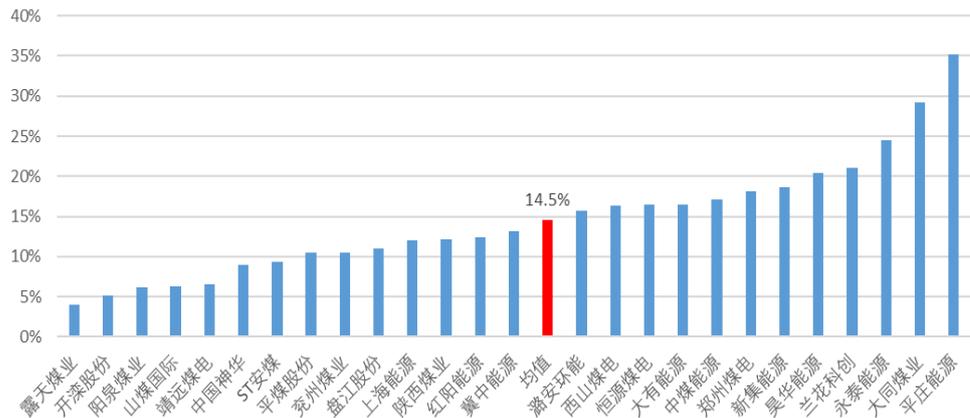
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 13:煤企期间费用率历年走势



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14:煤企期间费用率排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

3.4 偿债能力：现金流持续改善 偿债能力逐步提升

公司的经营性活动现金流持续好转，偿债能力有所改善，资产负债率虽小幅下降，但仍处高位，我们预计至少还需要 2-3 年的时间才能修复至合理水平。现金流方面，在继续实现高额净利润的同时，样本煤企的经营性活动现金流规模略微增长。2018 年上半年煤企经营性活动现金流净额 779.4 亿元，同比增长 0.5%。资产负债率方面，18 年上半年各公司资产负债率均值为 54.4%，较去年同期下降 1.9 个百分点。营业

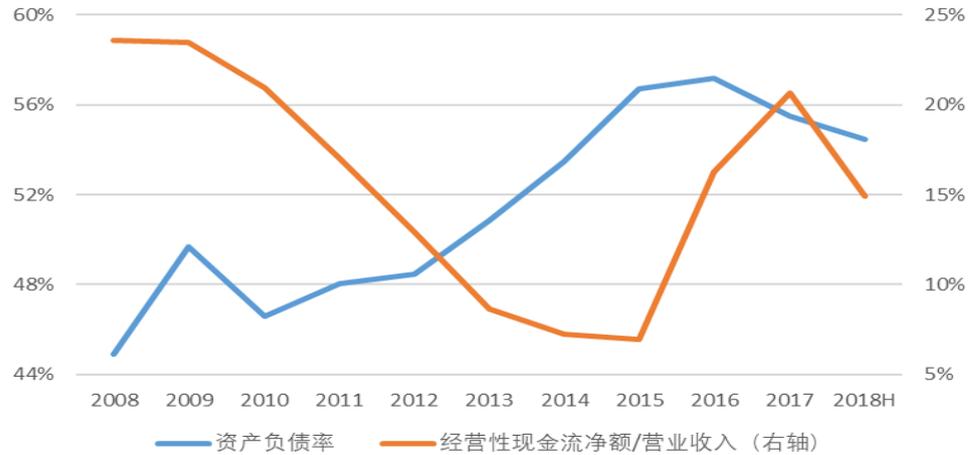
收入现金比方面，18年上半年煤企营业收入现金比均值为14.9%，较去年同期提升0.2个百分点。

表 7:煤企偿债能力

公司名称	经营性活动现金流净额			资产负债率			经营性现金流净额/营业收入		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
露天煤业	1,177	777	-34.0%	31.9%	25.0%	-6.9%	29.6%	18.2%	-11.3%
陕西煤业	5,781	6,352	9.9%	47.3%	44.9%	-2.5%	22.6%	24.2%	1.6%
恒源煤电	888	693	-22.0%	53.7%	49.4%	-4.3%	27.1%	22.0%	-5.1%
新集能源	1,095	2,113	92.9%	83.1%	79.2%	-3.9%	32.5%	46.3%	13.8%
昊华能源	755	1,693	124.1%	44.3%	41.0%	-3.3%	23.7%	56.3%	32.7%
中煤能源	5,336	8,256	54.7%	57.0%	57.6%	0.6%	14.4%	16.4%	2.1%
上海能源	310	664	114.1%	33.6%	34.7%	1.2%	10.2%	19.4%	9.3%
中国神华	47,637	31,937	-33.0%	41.9%	34.8%	-7.2%	39.5%	25.1%	-14.5%
兖州煤业	2,649	9,563	261.0%	61.7%	58.9%	-2.8%	3.3%	12.5%	9.2%
山煤国际	190	748	294.0%	81.8%	79.0%	-2.8%	0.8%	3.6%	2.8%
红阳能源	209	49	-76.5%	66.1%	66.8%	0.6%	5.2%	1.3%	-3.9%
大同煤业	2,688	1,694	-37.0%	59.8%	62.2%	2.4%	55.0%	31.9%	-23.1%
郑州煤电	124	146	18.3%	63.7%	59.5%	-4.2%	4.3%	6.1%	1.9%
大有能源	-49	807	-1741.0%	55.2%	56.0%	0.8%	-1.5%	20.9%	22.3%
平庄能源	410	-567	-238.1%	22.0%	18.2%	-3.8%	33.6%	-52.2%	-85.9%
靖远煤电	2	155	8788.6%	33.0%	27.1%	-5.9%	0.1%	7.1%	7.0%
ST安煤	-99	-253	154.7%	81.6%	89.2%	7.6%	-5.7%	-11.8%	-6.2%
西山煤电	1,071	3,744	249.7%	63.7%	61.4%	-2.3%	7.9%	24.5%	16.7%
冀中能源	808	584	-27.7%	53.4%	53.2%	-0.2%	7.9%	5.4%	-2.5%
永泰能源	2,227	3,077	38.2%	72.1%	73.2%	1.1%	19.1%	28.8%	9.8%
开滦股份	502	1,399	178.9%	52.5%	49.7%	-2.8%	5.5%	14.0%	8.4%
盘江股份	9	696	7401.5%	46.1%	46.2%	0.1%	0.3%	23.6%	23.2%
潞安环能	4,324	684	-84.2%	67.9%	66.0%	-2.0%	42.7%	6.3%	-36.4%
平煤股份	235	1,867	693.0%	69.4%	67.3%	-2.0%	2.2%	19.6%	17.4%
兰花科创	351	664	89.2%	59.8%	57.2%	-2.5%	8.8%	16.3%	7.5%
阳泉煤业	-1,045	400	-138.3%	62.3%	57.7%	-4.6%	-7.2%	2.4%	9.5%
小计	77,586	77,943	0.5%	56.3%	54.4%	-1.9%	14.7%	14.9%	0.2%

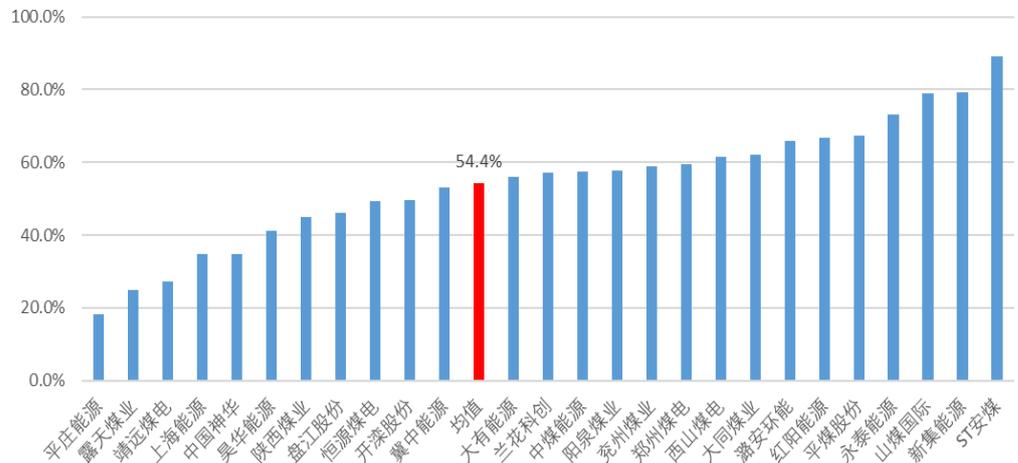
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15:煤企资产负债率及营业收入现金比历史走势



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16:煤企资产负债率排行



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 经营分析

4.1 产销：产销量同比均小幅增长

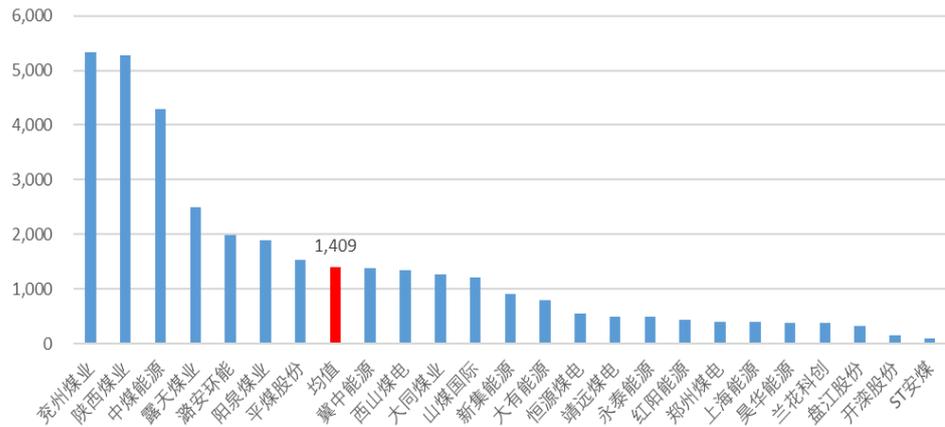
2018 年上半年煤企共生产原煤 4.8 亿吨，同比增长 3%；销量 6.83 亿吨，同比增长 6.9%。若剔除神华后，25 家煤企共生产原煤 3.34 亿吨，同比增长 6.3%；销量 4.58 亿吨，同比增长 9.4%。

表 8:煤企产销情况 (万吨)

公司名称	产量			销量		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
露天煤业	2,478	2,503	1.0%	2,460	2,511	2.1%
陕西煤业	4,947	5,271	6.5%	6,354	6,541	2.9%
恒源煤电	642	541	-15.7%	486	450	-7.5%
新集能源	800	912	14.0%	594	775	30.3%
昊华能源	433	385	-11.1%	573	639	11.6%
中煤能源	4,508	4,294	-4.7%	7,273	8,876	22.0%
上海能源	390	396	1.5%	278	282	1.3%
中国神华	15,170	14,580	-3.9%	22,050	22,530	2.2%
兖州煤业	3,472	4,850	39.7%	4,170	5,550	33.1%
山煤国际	919	1,213	32.0%	6,001	6,194	3.2%
红阳能源	430	439	2.0%	409	433	5.8%
大同煤业	1,237	1,259	1.8%	1,054	1,066	1.1%
郑州煤电	309	403	30.4%	469	419	-10.8%
大有能源	769	788	2.5%	769	806	4.9%
平庄能源	—	—	—	285	264	-7.3%
靖远煤电	519	495	-4.5%	491	490	-0.2%
ST安煤	121	108	-11.2%	119	109	-8.3%
西山煤电	1,304	1,337	2.5%	1,149	1,218	6.0%
冀中能源	1,474	1,390	-5.6%	1,408	1,461	3.8%
永泰能源	436	490	12.2%	434	485	11.6%
开滦股份	145	146	0.8%	77	99	27.8%
盘江股份	396	410	3.5%	349	357	2.4%
潞安环能	2,002	1,991	-0.6%	1,613	1,638	1.6%
平煤股份	1,558	1,531	-1.7%	1,302	1,175	-9.7%
兰花科创	400	376	-6.0%	368	341	-7.2%
阳泉煤业	1,735	1,885	8.6%	3,393	3,617	6.6%
合计	46,594	47,993	3.0%	63,929	68,326	6.9%
合计 (剔除神华)	31,424	33,413	6.3%	41,879	45,796	9.4%

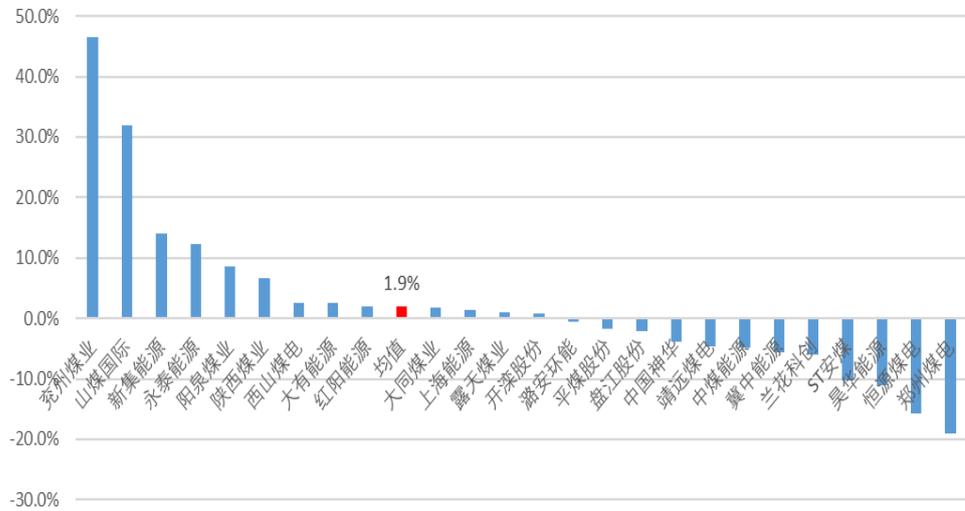
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 17:煤企原煤产量排行（剔除神华）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 18:煤企原煤产量增速



资料来源：wind、东兴证券研究所

4.2 价格：成本上涨幅度超过售价 吨煤毛利微降

售价方面，2018 年上半年煤企综合煤炭售价 544 元/吨，同比上涨 1.5%；单位销售成本 309 元/吨，同比上涨 2.9%；吨煤销售毛利 235 元/吨，同比下降 0.3%。

表 9:煤企吨煤销售价格、销售成本、销售毛利情况 (元/吨)

公司名称	吨煤综合售价			单位销售成本			吨煤销售毛利		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
露天煤业	134	140	4.3%	86	85	-1.7%	48	55	14.9%
陕西煤业	363	373	2.8%	169	173	2.7%	194	200	3.0%
恒源煤电	621	653	5.2%	419	419	0.0%	201	234	16.1%
新集能源	474	488	2.9%	287	256	-10.8%	187	232	24.0%
昊华能源	464	381	-18.0%	268	156	-41.7%	197	224	14.0%
中煤能源	404	420	4.0%	259	297	14.5%	145	124	-14.7%
上海能源	877	970	10.6%	457	468	2.5%	420	502	19.5%
中国神华	425	432	1.6%	293	309	5.3%	132	123	-6.5%
兖州煤业	539	506	-6.1%	289	283	-2.1%	250	223	-10.6%
山煤国际	377	357	-5.3%	347	290	-16.5%	30	67	126.7%
红阳能源	755	552	-26.9%	415	398	-3.9%	340	154	-54.9%
大同煤业	444	468	5.3%	174	186	7.4%	270	281	3.9%
郑州煤电	431	461	6.9%	221	265	19.8%	210	196	-6.6%
大有能源	366	403	10.1%	220	249	13.2%	146	154	5.4%
平庄能源	342	336	-1.9%	—	—	—	—	—	—
靖远煤电	316	355	12.2%	189	229	21.0%	127	126	-0.9%
ST 安煤	558	660	18.2%	368	438	19.1%	190	221	16.6%
西山煤电	657	669	1.8%	244	281	15.4%	413	388	-6.3%
冀中能源	611	622	1.8%	445	444	-0.3%	166	178	7.4%
永泰能源	667	630	-5.5%	190	223	17.4%	477	407	-14.7%
开滦股份	1,169	1,154	-1.2%	—	—	—	—	—	—
盘江股份	801	792	-1.2%	527	523	-0.8%	274	269	-1.9%
潞安环能	527	577	9.4%	310	322	3.8%	217	255	17.5%
平煤股份	639	671	4.9%	481	518	7.8%	158	152	-3.7%
兰花科创	573	635	10.8%	221	237	7.1%	351	398	13.2%
阳泉煤业	397	439	10.5%	328	367	11.9%	69	72	4.1%
均值	536	544	1.5%	300	309	2.9%	236	235	-0.3%

资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 下半年展望：煤价维持高位 把握估值修复机会

动力煤方面，由于下游用户今年在“迎峰度夏”前提前补库，采用高库存策略，外加进口煤政策松绑，水电出力增强的影响，出现了“旺季不旺”的现象。自 3 季度以来，动力煤价格自 7 月 2 日的 676 元/吨回落至 8 月 3 日 592 元/吨，随后企稳反弹，截止 8 月 29 日报价 622 元/吨。后期来看，供给端仍会维持偏紧状态，这是因为一方面，

为完成全年进口煤总量不超去年的目标，进口煤政策有望再次收紧，外加贸易摩擦和人民币贬值的影响，进口煤量料将大幅减少。另一方面，为防范煤矿系统性安全风险，国家煤监局自8月20日起开展大范围的安全生产督查，产地煤矿生产可能受限。而需求端有望保持稳定，虽然目前天气开始转凉，电厂日耗有所下降，但进入9月份后，下游企业可能提前为供暖季补库，特别是东北地区冬储煤需求渐增，煤价有望持续反弹，再现“淡季淡季”的景象。综合来看，下半年全国煤炭形势仍将维持紧平衡状态，预计下半年动力煤均价约645~655元/吨，同比下降1.2%~2.7%。

炼焦煤方面，3季度以来，受焦炭产量持续下降，需求走弱的影响，京唐港主焦煤价格自7月2日的1760元/吨回落至8月1日1700元/吨，随后在焦炭价格五连涨的背景下企稳反弹，截止8月29日报价1740元/吨。目前受中央环督查组进驻山西的影响，独立洗煤厂多数关停，精煤资源供应持续偏紧，而下游焦炭形势持续向好，采购热度不减，煤价支撑力度较强。后期随着“金九银十”开工旺季的到来，钢焦企业在采暖季正式来临前有望加大生产力度，目前已开始积极补库。鉴于目前焦炭及钢材市场表现强势，利润高企，焦煤市场整体心态乐观，主焦煤供应偏紧，局部地区涨势明显，预计下半年焦煤市场将以稳为主，京唐港主焦煤均价约1720-1760元/吨，同比上涨8.2%~10.7%。

中长期看来，我们预计未来新增产能不足将成为一种新常态，行业供需将持续处于紧平衡状态，只有煤价维持高位运行才能实现供给侧结构性改革“降杠杆”的最终目的。一方面，由于前期煤价持续低迷导致固定资产投资大幅下滑，使得短期内产能释放受限，新增产能复苏仍需时日，而需求端在宏观经济保持平稳向好的态势下持续改善，煤炭行业供需始终处于紧平衡状态，促使煤价持续高位运行；另一方面，虽然煤炭行业近两年来受供给侧改革的影响，煤价大幅上升，煤企经营状况大幅改善，但有息负债规模仍小幅增长，总额约3.6万亿。截至7月，煤炭开采和洗选业资产负债率仍高达66.15%，较2016年仅下降4个百分点，偿债压力依然巨大，我们预计至少还需要2-3年的时间才能修复至合理水平，这就倒逼煤价必须保持高位运行。

投资策略方面：在煤炭行业全年供需平衡及煤价维持高位运行的背景下，预计市场将逐步修复前期过于悲观的预期，煤炭股进入估值修复阶段。个股方面，我们重点推荐业绩有保证，低估值的动力煤龙头公司陕西煤业和中国神华，业绩迎来拐点的昊华能源，山西国改标的潞安环能。

表 10:煤企估值表（截止 8 月 30 日）

股票代码	公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (X)		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E
002128	露天煤业	推荐	8.60	1.07	1.19	1.26	8.04	7.23	6.82
601225	陕西煤业	强烈推荐	7.51	1.04	1.13	1.22	7.22	6.48	6.01
600971	恒源煤电	推荐	6.36	1.10	0.91	0.92	7.05	6.90	6.87
601918	新集能源	未评级	3.89	0.01	0.46	0.48	454.12	8.42	8.07
601101	昊华能源	强烈推荐	6.68	0.52	1.06	1.11	12.85	6.28	6.00
601898	中煤能源	推荐	5.07	0.18	0.30	0.34	28.17	16.76	14.90

600508	上海能源	未评级	10.97	0.72	1.32	1.44	16.89	8.31	7.60
601088	中国神华	推荐	18.46	2.26	2.39	2.43	8.15	7.72	7.61
600188	兖州煤业	推荐	11.26	1.38	1.81	1.95	8.17	6.23	5.78
600546	山煤国际	未评级	3.59	0.19	0.32	0.41	25.37	11.12	8.68
600758	红阳能源	未评级	4.02	0.35	0.29	0.32	21.15	13.65	12.42
601001	大同煤业	推荐	4.78	0.36	0.36	0.45	13.97	13.93	11.30
600121	郑州煤电	未评级	3.57	0.62	0.52	0.58	9.73	6.89	6.13
600403	大有能源	未评级	4.17	0.20	0.25	0.28	23.29	16.76	14.97
000780	平庄能源	未评级	3.63	0.48	0.41	0.44	7.63	6.39	6.68
000552	靖远煤电	未评级	3.14	0.24	0.35	0.37	14.58	8.98	8.57
600397	ST 安煤	未评级	2.31	-	-	-	-	-	-
000983	西山煤电	推荐	6.58	0.50	0.65	0.68	13.22	10.09	9.63
000937	冀中能源	推荐	4.11	0.30	0.33	0.37	13.65	12.53	11.09
600157	永泰能源	未评级	1.67	-	-	-	-	-	-
600997	开滦股份	未评级	6.21	0.33	0.50	0.54	18.94	12.45	11.46
600395	盘江股份	推荐	5.60	0.53	0.57	0.63	10.57	9.85	8.90
601699	潞安环能	推荐	8.06	0.93	1.04	1.13	8.67	7.75	7.11
601666	平煤股份	推荐	4.04	0.58	0.46	0.54	6.93	8.81	7.52
600123	兰花科创	推荐	7.08	0.68	0.81	0.86	10.35	8.78	8.21
600348	阳泉煤业	推荐	5.79	0.68	0.76	0.82	8.51	7.67	7.03

资料来源：wind、东兴证券研究所

注：未评级公司盈利预测来自万得一致预期

6. 风险提示

煤价大幅下跌，供给侧改革进度不及预期，宏观经济大幅下滑。

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。